

POLITECNICO DI MILANO
Facoltà di Ingegneria dei Sistemi
Corso di Laurea Specialistica in Ingegneria Gestionale
Elaborato di Laurea di Secondo Livello



**L'USO DEI DERIVATI
NELLE PMI DEL NORD ITALIA**

Relatore: Prof. Marco GIORGINO

**Correlatori: Ing. Diego VIVIANI
Ing. Marco ABOAV**

**Tesina di Laurea di:
Raffaele D'AURIA Matr.721614**

Anno Accademico 2009-2010

Abstract

Le normative contabili vigenti in Italia non impongono alle società di piccole e medie dimensioni l'inserimento esplicito nei propri bilanci di informazioni relative all'utilizzo di strategie di gestione del rischio.

Questo lavoro intende analizzare le pratiche di risk management delle PMI italiane, in particolare attraverso l'utilizzo degli strumenti derivati.

L'obiettivo della ricerca è quello di comprendere la percezione che le imprese hanno del rischio e indagare lo stato di diffusione delle tecniche e degli strumenti finalizzati alla protezione.

Per raggiungere tale obiettivo è stata svolta un'indagine su 207 imprese non finanziarie di piccole e medie dimensioni del Nord Italia, area geografica rappresentativa del sistema paese.

Una delle principali conclusioni che si può trarre dai risultati è che la gestione dei rischi finanziari è una pratica modestamente diffusa tra le PMI italiane.

Solamente il 24% delle imprese intervistate dichiara di utilizzare strumenti derivati.

Le ragioni che spiegano lo scarso utilizzo dei derivati da parte delle PMI italiane sono le seguenti:

- La limitata esposizione ai rischi (76%);
- Le difficoltà di comprensione dei derivati (43%);
- L'utilizzo di altre tecniche di gestione del rischio (15%).

L'obiettivo che le imprese si pongono nel momento in cui utilizzano i derivati è generalmente rivolto alla riduzione degli oneri finanziari (questo è vero per il 90% delle imprese) piuttosto che alla riduzione della variabilità dei costi (24%) e dei ricavi (8%).

Il rischio più frequentemente gestito attraverso i derivati è il rischio di tasso di interesse, il 73% delle imprese che utilizzano questi strumenti afferma, infatti, di coprire tale esposizione; gli *interest rate swap* risultano i derivati più utilizzati a questo scopo (il 93% delle imprese ne fa uso). A distanza segue il rischio di cambio (30%), coperto principalmente attraverso *forward* (81%). Per quanto riguarda le altre tipologie di rischio, i rischi legati al prezzo delle materie prime non sono coperti da nessuna delle imprese partecipanti, mentre quelli legati ai crediti sono coperti dal 33% delle imprese, ma nessuna di queste utilizza derivati.

Indice

<i>Introduzione</i>	1
Capitolo 1	4
<i>Il rischio finanziario nel sistema dei rischi aziendali</i>	4
1.1 <i>Introduzione al concetto di rischio</i>	5
1.2 <i>Classificazione dei rischi</i>	7
1.3 <i>Il rischio finanziario</i>	9
1.3.1 <i>Il rischio di cambio</i>	10
1.3.2 <i>Il rischio di tasso di interesse</i>	13
1.3.3 <i>Il rischio di variazione del prezzo delle materie prime</i>	14
1.3.4 <i>Il rischio di credito</i>	15
1.4 <i>La gestione del rischio finanziario</i>	16
Capitolo 2	20
<i>Teorie sulla gestione del rischio</i>	20
2.1 <i>Il Risk Management nel mondo del Capital Asset Pricing Model</i>	22
2.2 <i>Il Risk Management in un mondo alla Modigliani – Miller</i>	25
2.3 <i>Imperfezioni dei mercati e gestione del rischio</i>	27
2.3.1 <i>Risparmi fiscali</i>	27
2.3.2 <i>Costi del dissesto finanziario</i>	30
2.3.3 <i>Underinvestment Problem</i>	33
2.3.4 <i>Diversificazione del rischio e remunerazione dei manager</i>	36
2.3.5 <i>Asimmetria informativa e reputazione dei manager</i>	37
2.3.6 <i>I costi di agenzia</i>	38
2.4 <i>Evidenze empiriche</i>	40
2.5 <i>Rassegna delle principali survey</i>	43

Capitolo 3.....	48
Strumenti derivati e strategie di copertura.....	48
3.1 I mercati di riferimento.....	50
3.2 Definizione e caratteristiche generali.....	51
3.3 I contratti forward.....	52
3.4 I contratti Future.....	54
3.4.1 Finalità di copertura.....	54
3.5 I contratti Swap.....	56
3.5.1 Swap su tassi di interesse.....	56
3.5.2 Swap su tassi di cambio.....	59
3.6 I contratti di Opzione.....	63
3.6.1 Valore finale di un opzione.....	64
3.6.2 Opzioni su tassi di interesse.....	66
3.6.3 Opzioni su valute.....	68
3.6.4 Opzioni su merci.....	70
3.6.5 Opzioni esotiche.....	70
3.7 I Credit derivatives.....	72
3.7.1 Rischiosità e regolamentazione dei credit derivatives.....	72
 Capitolo 4.....	 75
Situazione italiana.....	75
4.1 Il mercato dei derivati alle imprese.....	77
4.2 Indagine conoscitiva del 2004.....	81
4.2.1 Il mercato dei derivati agli enti pubblici.....	83
4.3 Il quadro normativo di riferimento.....	86
4.3.1 Il Testo Unico della Finanza e il regolamento CONSOB 11522.....	86
4.3.2 Le novità introdotte dalla MIFID.....	88
4.4 La rappresentazione in bilancio degli strumenti derivati fino al 2005.....	92
4.5 Le novità introdotte dal D.Lgs. 394/2003 e dal principio contabile n. 3....	94

Capitolo 5.....	99
<i>L'uso dei derivati nelle PMI del Nord Italia.....</i>	99
5.1 <i>Obiettivi della Survey.....</i>	99
5.2 <i>Scelta del campione</i>	100
5.2.1 <i>Scelta del target</i>	100
5.2.2 <i>Scelta della modalità di indagine.....</i>	102
5.2.3 <i>Analisi del campione: informazioni generali.....</i>	103
5.3 <i>Analisi del tasso di risposta</i>	106
5.4 <i>Uso dei derivati.....</i>	108
5.4.1 <i>Utilizzo per settore, dimensione e area geografica</i>	108
5.4.2 <i>Aree di utilizzo</i>	111
5.4.3 <i>Motivazioni del non utilizzo di strumenti derivati</i>	113
5.5 <i>Modalità di utilizzo dei derivati.....</i>	114
5.5.1 <i>Finalità di utilizzo</i>	114
5.5.2 <i>Tipologie di strumenti</i>	116
5.5.3 <i>Esposizione al rischio di cambio e di tasso</i>	118
5.5.4 <i>Procedure interne</i>	119
5.5.5 <i>Scelta della controparte per l'acquisto.....</i>	120
5.5.6 <i>Analisi del rischio e perdite causate dall'uso dei derivati.....</i>	121
5.5.7 <i>Classificazione MIFID e trasparenza informativa</i>	122
Capitolo 6.....	125
Conclusioni.....	125
Bibliografia.....	131
Allegati.....	135
Questionario	135

Indice delle figure

<i>Figura 1.1 - L'esposizione al rischio tasso di cambio per un'impresa</i>	<i>11</i>
<i>Figura 1.2 - L'esposizione al rischio di tasso di interesse per l'impresa.....</i>	<i>13</i>
<i>Figura 1.3 - Esempio di un processo di Financial Risk Management.....</i>	<i>18</i>
<i>Figura 2.1 - Imposizione fiscale e Post-Tax Value di un'impresa in funzione del Pre-Tax Firm Value</i>	<i>29</i>
<i>Figura 2.2 - Post-tax firm value di un'impresa in funzione del suo valore al lordo dell'imposizione fiscale in presenza di costi del dissesto finanziario.....</i>	<i>31</i>
<i>Figura 3.1 - Valore finale (payoff) di un contratto forward.....</i>	<i>53</i>
<i>Figura 3.2 - Esempio di finanziamento a tasso variabile/fisso con annesso IRS</i>	<i>58</i>
<i>Figura 3.3 - Flussi scambiati tra le controparti in un Cross Currency Swap.....</i>	<i>62</i>
<i>Figura 3.4 - Valore finale delle posizioni su opzioni europee.....</i>	<i>65</i>
<i>Figura 4.1 - Uso dei derivati tra le prime 500 imprese al mondo.....</i>	<i>79</i>
<i>Figura 5.1 - Suddivisione del campione di indagine per settore di appartenenza ...</i>	<i>104</i>
<i>Figura 5.2 - Suddivisione del campione di indagine per dimensione.....</i>	<i>105</i>
<i>Figura 5.3 - Suddivisione del campione di indagine per area geografica</i>	<i>106</i>
<i>Figura 5.4 - Utilizzo dei derivati per settore di attività.....</i>	<i>108</i>
<i>Figura 5.5 - Utilizzo dei derivati per dimensioni aziendali.....</i>	<i>109</i>
<i>Figura 5.6 - Utilizzo dei derivati per area geografica</i>	<i>110</i>
<i>Figura 5.7 - Tipologie di rischio coperte tramite derivati o altre tecniche.....</i>	<i>111</i>
<i>Figura 5.8 - Motivazioni del mancato utilizzo di strumenti derivati</i>	<i>113</i>
<i>Figura 5.9 - Finalità di utilizzo dei derivati</i>	<i>115</i>
<i>Figura 5.10 - Tipologie di strumenti utilizzati.....</i>	<i>116</i>
<i>Figura 5.11 - Strumenti derivati suddivisi per tipologia di rischi finanziari</i>	<i>117</i>

Indice delle tabelle

<i>Tabella 3.1 - Esempio di finanziamento a tasso variabile con annesso IRS (fisso contro variabile).....</i>	<i>58</i>
<i>Tabella 3.2 - Esempio di finanziamento a tasso variabile con annessa opzione Cap</i>	<i>67</i>
<i>Tabella 4.1 - Derivati OTC in circolazione (dati in miliardi di dollari)</i>	<i>78</i>
<i>Tabella 4.2 - Contratti derivati in Italia per categoria di rischio (nozionali in mld di dollari)</i>	<i>80</i>
<i>Tabella 4.3 - Contratti derivati per controparte (nozionali in mld di dollari)</i>	<i>80</i>
<i>Tabella 4.4 - I risultati dell'indagine ABI sull'utilizzo dei derivati da parte delle PMI</i>	<i>82</i>
<i>Tabella 4.5 - L'utilizzo dei derivati: suddivisione delle imprese per fasce dimensionali</i>	<i>83</i>
<i>Tabella 4.6 - I derivati agli Enti Locali</i>	<i>84</i>
<i>Tabella 4.7 - Le informazioni sui derivati da fornire in nota integrativa.....</i>	<i>96</i>
<i>Tabella 5.1 - Suddivisione del campione in base ad ATECO 2007</i>	<i>104</i>
<i>Tabella 5.2 - Suddivisione del campione in base all'indirizzo della sede legale</i>	<i>105</i>
<i>Tabella 5.3 - Tasso di risposta per dimensione, settore ed area geografica.....</i>	<i>107</i>
<i>Tabella 5.4 - Frequenza di utilizzo dei derivati per dimensione.....</i>	<i>119</i>
<i>Tabella 5.5 - Livello a cui sono prese le decisioni di FRM</i>	<i>120</i>
<i>Tabella 5.6 - Modalità con cui viene scelta la controparte per l'acquisto dei derivati</i>	<i>121</i>
<i>Tabella 5.7 Perdite causate dall'uso di strumenti derivati per dimensione</i>	<i>122</i>

Introduzione

Negli ultimi anni la globalizzazione dei mercati finanziari e la crescente volatilità delle principali variabili economiche hanno incrementato la sensibilità degli operatori economici verso i rischi finanziari. Il bisogno di un'attenta gestione del rischio derivante dall'aumento delle oscillazioni delle variabili macroeconomiche da un lato e lo sviluppo della finanza moderna dall'altro, ha portato negli ultimi decenni alla diffusione degli strumenti finanziari derivati. La principale finalità di questi strumenti, il cui valore dipende dall'andamento di una variabile sottostante, è proprio quella di copertura dai rischi

Sono numerosi gli studiosi e gli istituti di ricerca che negli anni si sono occupati di raccogliere informazioni, sotto forma di questionari e di survey, al fine di delineare l'approccio delle imprese nei confronti del rischio. Si è trattato di studi¹ per lo più rivolti a imprese di grandi dimensioni mentre per quanto riguarda le PMI il problema del risk management è stato investigato nell'ambito di indagini² "generaliste" sui loro profili finanziari e non sullo specifico utilizzo dei derivati ai fini di copertura.

¹ Bodnar et Al. "A Survey on Risk Management and Usage of Derivatives by Non-Financial Italian Firms" (November 21, 2008). CAREFIN Research Paper No. 7/08

² CASELLI, S. (2001), Il comportamento finanziario delle piccole e medie imprese, Università Bocconi, Milano.

L'indagine oggetto del presente lavoro trae quindi origine dal vuoto informativo circa le pratiche di gestione dei rischi tramite derivati nelle PMI italiane. L'obiettivo della ricerca è dunque quello di comprendere la percezione che le imprese hanno del rischio e indagare lo stato di diffusione delle tecniche e degli strumenti finalizzati alla protezione di una specifica tipologia di rischio. Le normative contabili vigenti in Italia, infatti, non impongono alle società di piccole e medie dimensioni l'inserimento esplicito nei propri bilanci di informazioni relative all'utilizzo di strategie di gestione del rischio. Il risultato della mancanza di informazioni su queste politiche finanziarie si manifesta nella difficile valutazione del contenuto di rischio a cui un'impresa è soggetta che, a sua volta, si riflette in una problematica valutazione del valore delle imprese stesse.

Identificata l'esistenza di questo vuoto informativo, il Politecnico di Milano, ha deciso di realizzare una ricerca con l'obiettivo di creare un database contenente informazioni utili per lo studio delle strategie di financial risk management delle società italiane che, fino ad oggi, non erano disponibili alla comunità finanziaria. I dati raccolti, opportunamente elaborati, permettono di tracciare un quadro delle modalità con cui viene trattata la gestione dei rischi finanziari nelle imprese di piccole e medie dimensioni in Italia.

Si è deciso di limitare la localizzazione delle imprese target dell'indagine all'area del Nord Italia, ritenuta rappresentativa del sistema Paese, e come metodologia di indagine è risultato opportuno l'impiego di un questionario a risposta multipla da sottoporre alle aziende tramite interviste telefoniche. Il campione di riferimento è stato selezionato all'interno della banca dati AIDA prodotta da Bureau Van Dijk Electronic Publishing che contiene informazioni di oltre 200.000 società di capitali operanti in Italia.

L'indagine empirica ha visto la partecipazione di 207 imprese su un campione iniziale di 676 attestando il tasso di risposta complessivo al 31%. Nel capitolo 5 si riportano i principali risultati della ricerca.

Capitolo 1

Il rischio finanziario nel sistema dei rischi aziendali

L'attività aziendale implica sempre e comunque l'assunzione di rischi da parte dei soggetti economici che vi entrano in contatto; infatti, per quanto l'azienda possa imporre le proprie condizioni sui mercati in cui opera, non potrà mai dominare completamente l'ambiente che la circonda. Al contrario, dovrà sempre sottostare a fattori su cui non ha modo di agire.

Benché l'ambiente sia un luogo di opportunità per l'attività aziendale, esso rappresenta la prima causa di pericolo poiché è difficile prevedere gli eventi futuri e ancora di più gli effetti di tali eventi su di essa.

La vita dell'azienda risulta condizionata da incognite che si ripresentano ogni giorno e che l'uomo non è in grado di controllare.

Inoltre, nonostante i tentativi di programmazione dei risultati aziendali, esiste sempre uno scostamento tra ipotesi formulate e realtà, che sta alla base del rischio aziendale.

1.1 Introduzione al concetto di rischio

Il rischio, nella sua accezione più generale, può essere definito come “la distribuzione dei possibili scostamenti dai risultati attesi per effetto di eventi di incerta manifestazione, interni o esterni al sistema aziendale”³. L’ampiezza della distribuzione dipende dalla sensibilità delle variabili critiche del *business model* ai diversi fattori di rischio. Tali variabili possono essere ricondotte a tre categorie⁴:

- *Variabili organizzative/commerciali*. Fanno parte di questa categoria i soggetti che partecipano alle transazioni del business: il management, le risorse interne, i clienti e i fornitori. Si pensi ad esempio al rischio di credito derivante dalla solvibilità dei clienti oppure al rischio di conformità dei prodotti legato ai beni acquistati dai propri fornitori;
- *Variabili infrastrutturali/tecnologiche*. Rientrano in questa categoria le infrastrutture e le tecnologie che supportano gli scambi. Si pensi quindi ad esempio al rischio di cambio connesso all’utilizzo di diverse valute o il rischio di continuità del business legato all’introduzione di nuove soluzioni informatiche;
- *Variabili di Governance*. Fanno parte di quest’ultima categoria le strutture di governo dell’impresa. I rischi connessi possono essere ad esempio il rischio di inadeguatezza del processo decisionale legato alle caratteristiche del vertice aziendale o il rischio di Compliance derivante da catene gerarchiche deboli e dall’inaffidabilità dei dipendenti.

In definitiva un’azienda è esposta ad un rischio quando il mutamento del contesto in cui opera ha un impatto sulle variabili tale da comportare uno scostamento (negativo o positivo) delle performance attese.

³ Giorgino, Travaglini, 2008

⁴ Amit, Zott, 2001

L'entità del rischio dipende sia da fattori interni all'impresa che da variabili ambientali la cui stima è funzione delle informazioni disponibili circa lo stato futuro della realtà oggetto di osservazione. Dal momento però che il futuro non è noto nell'istante in cui il soggetto economico prende le sue decisioni o effettua le sue scelte d'investimento, è richiesta una serie di valutazioni circa la prevedibilità delle condizioni future ambientali. Si usa, a questo proposito, richiamare la classica distinzione tra certezza, rischio ed incertezza:⁵

- Una decisione viene presa in condizione di certezza quando si riferisce ad una situazione ambientale perfettamente nota in anticipo. Il soggetto agisce quindi in un quadro di tipo deterministico: costruisce un modello decisionale normativo che è in grado di valutare le alternative e scegliere quella migliore;
- Una decisione viene presa in condizione di rischio quando si riferisce a più situazioni ambientali, ognuna delle quali esclude le altre. In questo caso sono note le probabilità di accadimento e le caratteristiche dei risultati associabili: ne deriva un modello di tipo probabilistico, in cui i risultati emergenti dalle coppie scenario/probabilità sono determinabili probabilisticamente;
- Chi opera nell'incertezza ha innanzi a sé una vastità di casi ambientali, ma non è in grado di conoscere oggettivamente in anticipo né le probabilità assegnabili a ciascuna situazione, né la dimensione dei risultati potenziali. Egli può solo proporre stime soggettive, facendo uso di esperienza e capacità di previsione.

⁵ Giorgino, Travaglini, 2008

1.2 Classificazione dei rischi

In letteratura esistono numerose classificazioni dei rischi, ciascuna funzionale a evidenziarne certe proprietà e caratteristiche. Dal momento che in alcuni contesti le deviazioni dal risultato atteso possono essere solo sfavorevoli mentre in altri possono essere sia sfavorevoli che favorevoli, si è introdotta una prima distinzione tra rischi puri e speculativi⁶. Nella prima categoria rientrano quei rischi che hanno solo una prospettiva sfavorevole e sono quindi rischi ritenuti assicurabili. Il principale strumento di copertura dei rischi puri sono, infatti, i contratti assicurativi. Alla seconda categoria appartengono invece sia i rischi finanziari che i rischi operativi che per loro natura non sono assicurabili poiché presuppongono la consapevolezza nei managers che tali rischi daranno origine potenzialmente ad un utile oppure alternativamente ad una perdita.

La principale modalità di copertura dei rischi speculativi è l'*hedging* cioè l'assunzione di una posizione rischiosa che compensi almeno in parte l'esposizione al rischio originaria.

I rischi operativi derivano dai processi di attuazione delle strategie aziendali. Possono riportare perdite causate da errori o inadeguatezze connesse sia alle risorse umane che tecnologiche. Alcuni esempi di rischi operativi possono essere l'attività fraudolenta dei dipendenti, il blocco dei sistemi informativi, l'inefficienza del processo produttivo o distributivo. Si tratta quindi di una categoria di rischi molto ampia legata alle tecnologie, ai processi e all'organizzazione aziendale.

I rischi finanziari sono tutti quei rischi che derivano dalla struttura finanziaria, dall'andamento dei mercati finanziari e dalle transazioni con soggetti terzi. Rientrano in questa categoria i seguenti fattori di rischio⁷:

- rischio di cambio, derivante da transazioni in valute estere;

⁶ Floreani, 2005

⁷ Giorgino, 2008

- rischio commodity, legato alla variabilità dei costi di acquisto delle materie prime;
- rischio di tasso di interesse, dovuto alle variazioni nei tassi registrati sui mercati finanziari;
- rischio di liquidità, inteso come il rischio di riportare uno squilibrio negativo tra i flussi di cassa in entrata e in uscita (versione “hard”) oppure il rischio di avere un’eccedenza di cassa e di essere costretta ad investire in attività a basso rendimento;
- rischio di credito, cioè il rischio che la controparte sia insolvente o che peggiori la propria posizione patrimoniale aumentando la probabilità che il default avvenga.

1.3 Il rischio finanziario

Fino ad un ventennio fa si pensava che il rischio finanziario incidesse relativamente sull'azienda poiché il mercato finanziario era considerato qualcosa di completamente indipendente dalla vita dell'azienda.

Successivamente l'aumento degli scambi internazionali, la caduta di vincoli all'importazione e al movimento di merci, la diminuzione dei costi di trasporto, la decentralizzazione della produzione in altri Stati, oltre soprattutto allo sviluppo della finanza attraverso l'accresciuta sofisticatezza degli strumenti finanziari, alla maggior efficienza dei mercati, alla diffusione della cultura finanziaria d'impresa, hanno coinvolto le aziende italiane nel processo di globalizzazione, portandole a considerare cruciali i rischi derivanti dal mercato finanziario.

Tale coinvolgimento non interessa solo le aziende di import/export, che acquistano e vendono anche su mercati non-euro (esponendosi al rischio di cambio), ma anche quelle che operano sui mercati delle materie prime (esponendosi in primo luogo al rischio su merci) e la maggior parte delle aziende che si indebitano a medio-lungo termine (esponendosi alle fluttuazioni dei tassi di interesse).

Oltre a questi casi, in cui il rischio finanziario è ben evidente, esistono situazioni in cui esso esiste ma resta di difficile identificazione: si tratta dei rischi finanziari sopportati dalle aziende che, pur non operando esse stesse sui mercati finanziari, si trovano in concorrenza con aziende che vi operano e che, grazie a questo, diventano più o meno competitive rispetto a loro.

Si dicono interni i rischi finanziari derivanti dalla politica di gestione finanziaria adottata dall'azienda e quindi da decisioni degli operatori aziendali mentre si dicono esterni i rischi finanziari di mercato, ovvero i rischi di cambio, di tasso di interesse, di variazione del prezzo delle merci e di credito.

1.3.1 Il rischio di cambio

Quando l'azienda opera in moneta diversa da quella nazionale crea i presupposti per l'esposizione al rischio di cambio. Esso viene definito, in generale, come la possibilità che variazioni di tassi di cambio indesiderati o non previsti impattino negativamente sui flussi di cassa attesi.

Il peso che tale rischio assume dipende dal fatto che esiste ben poca prevedibilità dei cambi futuri in quanto i dati storici non sono utili alle previsioni future a causa delle forti oscillazioni dei prezzi e pertanto perde valore qualsiasi sorta di modello di simulazione.

Il problema è chiaramente centrale in questa era di globalizzazione dei rapporti commerciali, dove anche la piccola realtà imprenditoriale opera con valute diverse.

Una tradizionale classificazione del rischio di cambio lo distingue in 4 tipologie:

- Transattivo;
- Economico;
- Competitivo;
- Traslativo.

Il rischio transattivo riguarda il breve termine e consiste nel rischio che una specifica transazione commerciale riporti una perdita a seguito del modificarsi dei cambi di mercato. Il presupposto del rischio transattivo, pertanto, è "l'esistenza di un intervallo di tempo tra la definizione delle condizioni contrattuali e la conclusione finanziaria della transazione, durante il quale il rischio di cambio di mercato può subire variazioni".⁸

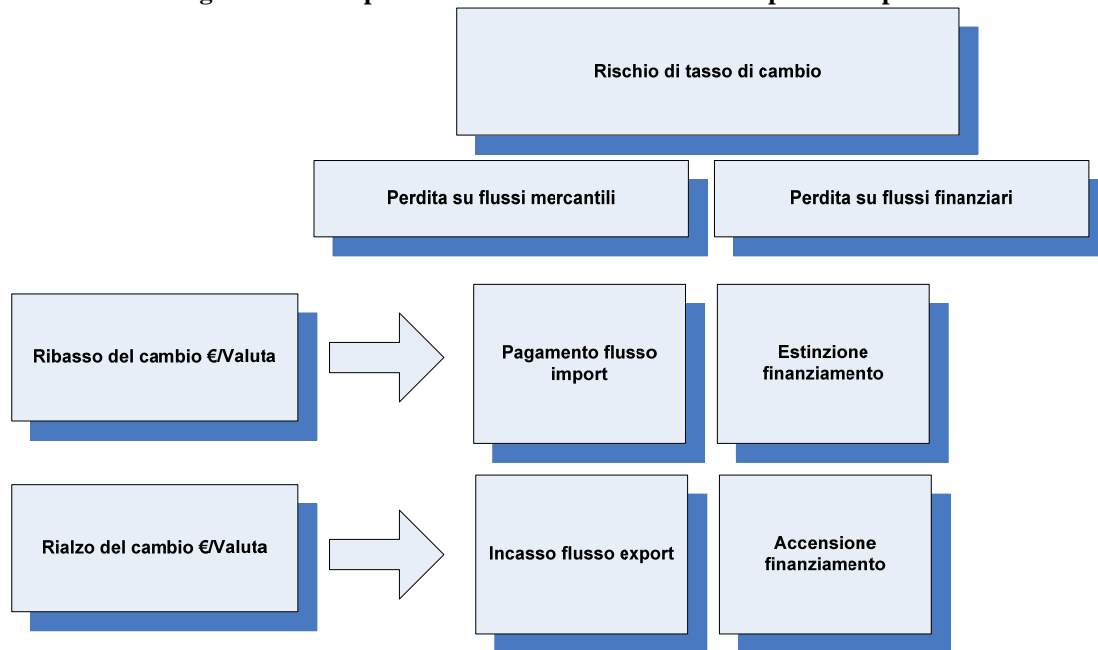
Nello specifico, il rischio transattivo può riguardare sia un importatore (o un operatore finanziatosi in valuta estera) che, dovendo effettuare un pagamento (o un rimborso) in valuta, sarà esposto al rischio di un apprezzamento del livello della valuta estera nei confronti dell'euro e guadagnerà in caso di un suo deprezzamento,

⁸ Facile 1996

sia un esportatore (o un investitore in titoli esteri) che, dovendo ricevere un introito in valuta, sarà esposto al rischio di un deprezzamento della valuta nei confronti dell'euro, mentre trarrà vantaggio da un suo apprezzamento.

Questo tipo di rischio è facilmente identificabile e concettualmente lineare in quanto ogni variazione unitaria del cambio è proporzionale alla variazione del margine aziendale.

Figura 1.1 - L'esposizione al rischio tasso di cambio per un'impresa



Fonte: Mattiello, Rebecca, Spiller, Triban 2006

Il rischio economico comprende tutti gli effetti che una variazione del cambio di mercato può generare sul conto economico aziendale, in particolare si riferisce al rischio che le variazioni dei tassi di cambio producono sui prezzi relativi dei fattori di mercato (investimenti, approvvigionamenti, localizzazione delle attività produttive, ecc) in cui opera l'azienda.

La manifestazione più evidente del rischio economico di cambio si ha con riferimento alle vendite in divisa effettuate applicando un listino con validità temporale fissa, per esempio annuale oppure il caso in cui l'azienda scegliesse un fornitore estero per la

qualità dei suoi prodotti e l'apprezzamento della valuta estera implichi un aggravio di costi per l'azienda stessa.

Questa tipologia di rischio è, tuttavia, di difficile quantificazione e inoltre il profilo del rischio economico non è sempre lineare.

Il rischio competitivo è dato dalla variazione dei rapporti competitivi in seguito all'aumento dei cambi di mercato e della diversa struttura dei costi e dei ricavi rispetto ai concorrenti: l'aumento dei cambi di mercato in una situazione di listino fisso implica minori margini per l'azienda con la conseguente diminuzione di economicità che va ad indebolire l'equilibrio economico, avvantaggiando le aziende concorrenti.

Questa tipologia di rischio è difficilmente identificabile se l'azienda si trova in presenza di molteplici concorrenti con localizzazione produttiva in paesi di diverse valute.

Infine il rischio traslativo riguarda la traduzione di poste in divisa dello stato patrimoniale (tendenzialmente partecipazioni in società estere che non adottano l'euro) nella moneta di conto alla data di chiusura dell'esercizio. Tuttavia, ha una valenza più contabile che gestionale poiché è l'effetto prodotto sui bilanci delle aziende import/export nel momento in cui passando da un esercizio all'altro i cambi di consolidamento mutano.

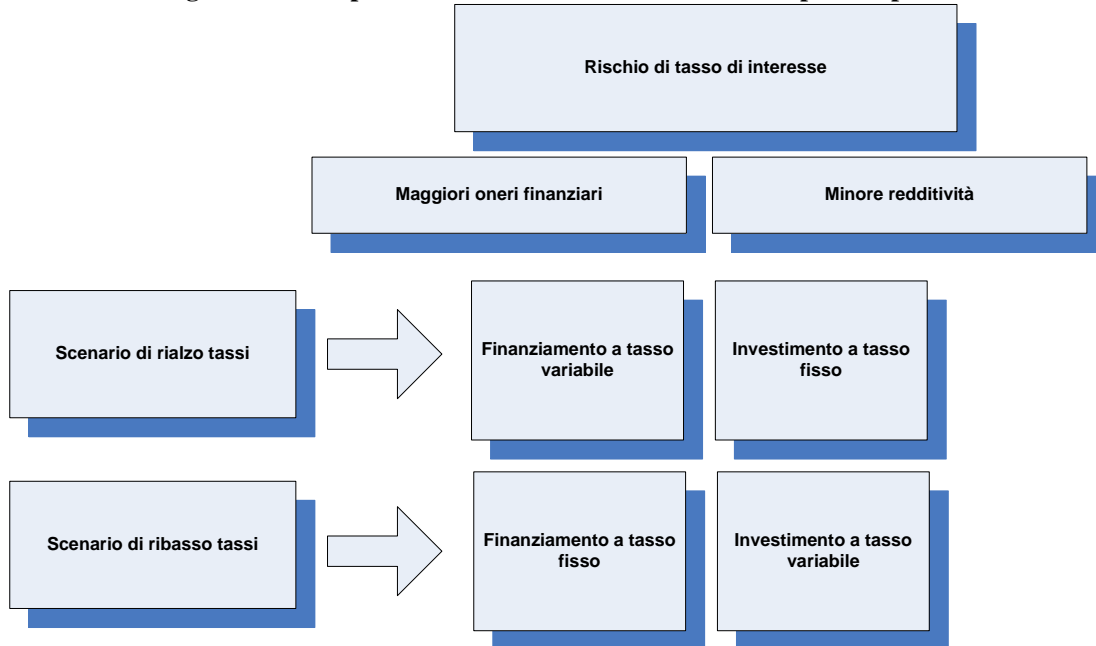
Chiaramente se questa suddivisione può far sembrare distinti questi tipi di rischi di cambio, in realtà non è così: il variare dei tassi di mercato implica per un'azienda che opera su mercati con divise diverse dalla propria (nel caso italiano imprese dette non-euro) un unico rischio di cambio che impatta negativamente sul conto economico e sulla posizione competitiva in un susseguirsi di effetti sia a breve che a lungo periodo.

1.3.2 Il rischio di tasso di interesse

Il rischio di tasso d'interesse può essere definito come la possibilità che variazioni dei tassi di mercato producano significative variazioni indesiderate del costo della struttura del passivo a medio/lungo termine, per effetto dell'aumento degli oneri finanziari, o della remunerazione della parte dell'attivo dell'impresa per effetto della diminuzione dei proventi finanziari relativi agli investimenti.

Tale rischio è identificabile in quelle aziende che operano con finanziamenti a tasso variabile (investimenti a tasso fisso) quando i tassi salgono o con posizioni di debito a tasso fisso (investimenti a tasso variabile) quando i tassi scendono. Ne consegue che l'esposizione dell'impresa, in termini di variazione del valore economico della stessa, è data dall'ammontare dei finanziamenti e degli investimenti soggetti a tale rischio.

Figura 1.2 - L'esposizione al rischio di tasso di interesse per l'impresa



Fonte: Mattiello, Rebecca, Spiller, Triban 2006

Benché la scelta del tasso fisso appaia priva di rischi, non si può affermare che elimini il rischio di tasso di interesse poiché, fissando il costo dell'indebitamento o il rendimento di un investimento, l'azienda si preclude la possibilità di un più alto rendimento nel caso di rialzo dei tassi, così come si preclude la possibilità di veder diminuiti gli oneri finanziari a fronte di un ribasso dei tassi di interesse. Pertanto scegliendo i tassi fissi l'azienda elimina il rischio inteso come scostamento tra ipotesi e realtà, ma sopporta un costo opportunità legato ai mancati guadagni.

1.3.3 Il rischio di variazione del prezzo delle materie prime

Il rischio di variazione del prezzo delle materie prime o commodities consiste nella possibilità che il prezzo di una materia prima subisca oscillazioni tali da causare danni ai margini economici aziendali.

L'argomento è tanto più importante quanto è elevata la volatilità del prezzo delle materie prime e riguarda tutte le aziende industriali dal momento che nessuna di esse può operare senza rifornirsi di materie prime.

L'esposizione al rischio di prezzo è direttamente proporzionale all'incidenza della materia stessa sui costi di produzione e inoltre il rischio sarà tanto maggiore quanto minore sarà la possibilità di traslare l'aumento del prezzo della commodity sul prezzo finale di vendita.

Così come per il rischio di cambio, il rischio di prezzo può essere suddiviso in:

- Transattivo;
- economico-competitivo;
- di sostituzione.

Il rischio transattivo corrisponde al rischio di pagare una cifra maggiore o di incassare una cifra minore rispetto a quella preventivata al momento della stipula dell'accordo commerciale. Questo rischio è tipico dei mercati in cui il prezzo delle materie prime è determinato in base ad un valore rilevato da una quotazione e pertanto formatosi nel giorno stesso della consegna.

Il rischio economico-competitivo grava su quei produttori/utilizzatori che, non avendo fissato il prezzo delle commodities, si trovano in svantaggio rispetto ai concorrenti che hanno fronteggiato adeguatamente il rischio sulle materie prime o che comunque hanno acquistato in un momento più favorevole.

Il rischio di sostituzione, infine, è il rischio che una forte variazione dei prezzi porti ad uno spostamento della domanda verso altri prodotti. Questo rischio non è immediato come i precedenti ma, in un'ottica di lungo periodo, può avere conseguenze devastanti per l'azienda che non sia in grado di riconvertire la propria struttura produttiva per adattarsi ai mutamenti di mercato.

1.3.4 Il rischio di credito

Il rischio di credito può essere inteso con due accezioni differenti: da un lato come la probabilità che si verifichi una riduzione del valore di una posizione creditizia a seguito di un peggioramento del merito di credito della controparte debitrice e dall'altro come la possibilità di mancato pagamento da parte dei clienti di un'azienda industriale.

Pertanto, il rischio di credito nella prima accezione rappresenta la probabilità che un debitore non sia in grado di far fronte ai pagamenti (interessi o capitale) connessi ad un titolo di debito o ad un prestito bancario. Esso è influenzato sia dal ciclo economico che da caratteristiche specifiche dell'impresa: generalmente si riduce durante le espansioni economiche e cresce durante le recessioni. Una misura approssimativa del rischio di credito di un'impresa è il rating stabilito da istituti specializzati, quali Moody's, Standard & Poors, Fitch, che attribuisce ad ogni impresa una valutazione del suo rischio di insolvenza in base all'analisi dei bilanci aziendali e delle prospettive dell'impresa, alla luce anche dello scenario macro-economico di riferimento.

Una misura alternativa del rischio di credito di un'impresa è rappresentato dal differenziale tra il tasso di interesse che essa paga sul proprio debito e il tasso di interesse su un titolo privo di rischio, quale, ad esempio, un titolo del debito pubblico

(sempre che si tratti di uno Stato che non sia soggetto a sua volta, a rischio di insolvenza). La differenza di rendimento fornisce un'indicazione del premio richiesto dal mercato obbligazionario o dalle banche per prestare denaro a una società che potrebbe fallire e riflette quindi la probabilità che il prestito non venga restituito.

1.4 La gestione del rischio finanziario

Il processo di Financial Risk Management è orientato a ridurre, con opportune strategie operative, l'esposizione dell'azienda ai vari fattori di rischio, in funzione sia delle aspettative dell'impresa sull'evoluzione futura delle variabili finanziarie di rischio, sia del grado di propensione o avversione al rischio che caratterizza l'impresa. Pertanto, il processo di Financial Risk Management deve essere avviato a seguito di un attento studio da soggetti in possesso di un'adeguata conoscenza del rischio, al fine di evitare i più comuni errori come:

- gestire il rischio solo relativamente al breve periodo;
- affidarsi solo a previsioni;
- gestire il rischio di medio-lungo periodo senza prospettare il mutamento dello scenario di riferimento;
- utilizzare strumenti finanziari di copertura senza una loro adeguata conoscenza.

Inoltre è opportuno tenere ben presente che questo processo necessita di un continuo monitoraggio: non è possibile agire una tantum, le conseguenze possono essere dannose quanto il non operare affatto.

Il bisogno di un'attenta gestione del rischio derivante dall'aumento delle oscillazioni delle variabili macroeconomiche da un lato e lo sviluppo della finanza moderna dall'altro ha portato negli ultimi decenni alla diffusione di nuovi strumenti finanziari, i cosiddetti derivati. Questi contratti, il cui valore dipende dall'andamento di una variabile sottostante, permettono al soggetto che li acquista di coprirsi dal relativo rischio.

Saper elaborare un processo idoneo a gestire il rischio finanziario è essenziale per poter utilizzare questi strumenti, a riguardo, di seguito viene riportato un possibile framework di un processo di gestione del rischio finanziario applicabile in un contesto aziendale tipico delle PMI italiane⁹.

1. Obiettivi di gestione del rischio finanziario:

- Formalizzazione di una policy di gestione del rischio coerente con il perseguimento degli obiettivi aziendali (piano strategico, budget economico, finanziario e patrimoniale). L'approccio alla gestione del rischio finanziario deve essere orientato alla stabilizzazione dei cash flows aziendali a tutela dei margini reddituali previsti nel piano strategico pluriennale;
- Definizione da parte della Proprietà della mission di colui che è responsabile della gestione dei rischi finanziari coerente con gli obiettivi strategici aziendali.

2. Identificazione del rischio finanziario:

- Identificazione dell'esposizione al rischio finanziario (rischio di tasso, rischio di cambio, rischio di prezzo delle materie prime) cui l'azienda è esposta;
- Misurazione della sensitività delle variabili finanziarie di rischio sulle posizioni aziendali "esposte" e gestibili con strumenti finanziari;
- Valutazione ex-ante dell'impatto economico dell'esposizione al rischio sul risultato reddituale aziendale atteso sulla base dei diversi possibili scenari di mercato.

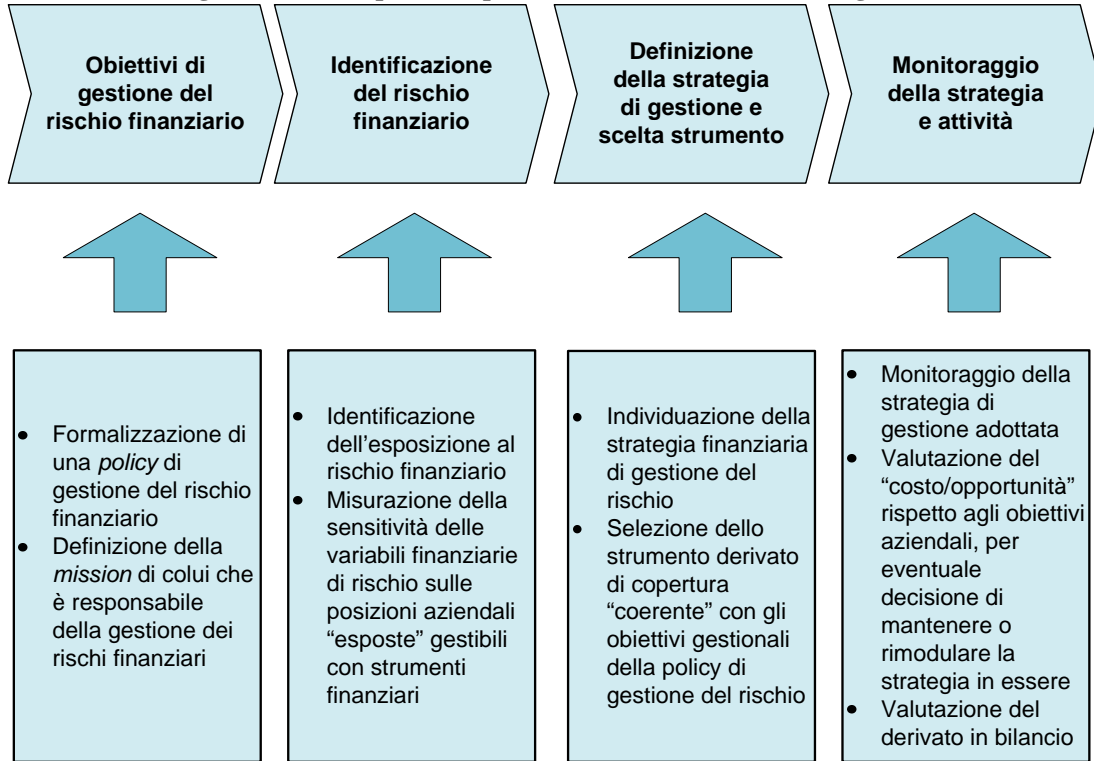
3. Definizione delle strategie di gestione e scelta strumento finanziario di copertura:

- Individuazione della strategia finanziaria di gestione del rischio ottimale rispetto al grado di copertura / opportunità perseguita;

⁹ Mattiello, Rebecca, Spiller, Triban 2006

- Selezione delle strumento derivato di copertura coerente con gli obiettivi gestionali della policy di gestione del rischio e all'eventuale scenario di mercato atteso.

Figura 1.3 - Esempio di un processo di Financial Risk Management



Fonte: Mattiello, Rebecca, Spiller, Triban 2006

Capitolo 2

Teorie sulla gestione del rischio

Il legame esistente tra il Risk Management e la creazione di valore trova le sue origini nella teoria finanziaria classica ed è stato ampiamente affrontato dalla letteratura accademica.

Il primo richiamo alla gestione del rischio si ha con il modello di Markowitz (1952) e successivamente con il Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964) che ha ripreso le assunzioni del primo e ne ha integrate altre più restrittive. L'elemento comune ai due modelli è il riconoscimento della ridondanza del Risk Management a livello aziendale in presenza di ipotesi molto restrittive sul comportamento degli investitori e sulle condizioni di operatività dei mercati finanziari. Entrambi i modelli, infatti, mettono in evidenza che il rendimento dipende solo dal contributo che il singolo investimento ha sul rischio di mercato o sistematico del portafoglio. Pertanto gli azionisti non saranno disposti a remunerare interventi di Risk Management volti alla copertura di rischi specifici dell'azienda diversificabili, per definizione, all'interno del proprio portafoglio di investimenti.

Un altro filone fondamentale della teoria finanziaria, quello relativo agli studi sulle scelte di finanziamento delle imprese industriali e finanziarie, ha sviluppato

ulteriormente il dibattito sulla gestione del rischio nelle imprese. Se da un lato la teoria di Modigliani e Miller (1958) ha formalizzato il contributo del Risk Management in condizione di mercati perfetti, i modelli successivi hanno riconosciuto l'imperfezione dei mercati, rilasciando le ipotesi restrittive e attribuendo così al Risk Management un ruolo decisivo nella creazione di valore.

In particolare, la Value Maximizing Theory of Risk Management mira a giustificare l'*Hedging*¹⁰ come strumento per accrescere il valore d'impresa consentendo la riduzione del carico fiscale, riducendo la probabilità e i costi attesi del dissesto finanziario (Smith e Stulz 1985) e alleviando l'Underinvestment Problem (Froot, Scharfstein e Stein 1993).

A questo filone di ricerca si affianca quello della *Managerial Theory of Risk Management*, che considera l'avversione al rischio dei manager associata alle proprie forme di remunerazione, le problematiche di asimmetria informativa e i costi di agenzia.

¹⁰ L'hedging è un'operazione di copertura che si realizza mediante l'acquisto o la vendita di uno o più contratti derivati (contratti a termine, future, swap oppure opzioni) il cui valore dipenda dalla medesima fonte di rischio che influenza il valore della posizione da coprire, oppure da una fonte di rischio ad essa correlata. La logica della copertura è la seguente: un eventuale aumento/diminuzione del valore dell'attività da coprire potrà essere in tutto o in parte compensato da una diminuzione/aumento del valore del contratto derivato. (Borsa Italiana)

2.1 Il Risk Management nel mondo del Capital Asset Pricing Model

La principale motivazione teorica secondo la quale l'Hedging non è in grado di aggiungere valore è legata al concetto di diversificazione nei mercati finanziari. Il modello alla base di questa relazione è il Capital Asset Pricing Model che costituisce un punto di partenza condiviso per gli studi accademici sul Financial Risk Management.

Il modello fa riferimento ad un mondo ipotetico che può essere definito “mondo del Capital Asset Pricing Model”. Le assunzioni alla base del CAPM possono essere classificate in due gruppi. Il primo gruppo presenta le assunzioni riguardanti le modalità secondo cui gli investitori intraprendono le proprie decisioni d'investimento. Il secondo gruppo, invece, contiene le assunzioni riguardanti alcune condizioni di operatività dei mercati finanziari.

La classe di assunzioni riguardante il comportamento dei singoli investitori può essere sintetizzata dall'affermazione secondo cui tutti i soggetti che investono in attività finanziarie condividono il principio della massimizzazione dell'utilità attesa secondo il criterio della media-varianza. Questo principio implica che gli investitori siano soggetti avversi al rischio e che quindi, in condizioni di incertezza, privilegino investimenti meno rischiosi a parità di rendimento atteso. Un'altra implicazione è che le funzioni di utilità degli operatori siano ben approssimate dalla funzione di utilità quadratica e che le distribuzioni di probabilità dei rendimenti degli investimenti siano congiuntamente normali.

Per quanto riguarda il secondo gruppo di assunzioni in sintesi si assume che nel mondo del CAPM:

- Esista un investimento privo di rischio, al cui tasso tutti gli operatori possano sia investire che prendere a prestito;
- Non esistano costi di transazione;
- Non esistano lotti minimi di negoziazione;
- Non esistano imposte;

- Non esistano restrizioni alle vendite allo scoperto;
- Ogni forma di investimento sia negoziata sul mercato finanziario;
- Vi sia perfetta omogeneità di aspettative tra gli operatori;
- Tutti gli investitori siano price-takers¹¹.

Date le ipotesi elencate, i principali risultati del CAPM sono due. Il primo è che gli investitori ripartiscono la ricchezza destinata all'investimento tra l'attività priva di rischio e un unico portafoglio di investimenti rischiosi, denominato portafoglio di mercato, nel quale sono inclusi tutti gli investimenti disponibili nell'economia (Markowitz 1952); mentre il secondo risultato è che il rendimento atteso di tutti gli investimenti è funzione della covarianza tra rendimenti degli investimenti e rendimenti del portafoglio di mercato (Sharpe 1964).

La formulazione più nota del *Capital Asset Pricing Model* è la seguente:

$$k_i = r_f + \beta_i(k_M - r_f)$$

Il risultato più innovativo di questo modello è la determinazione del rendimento atteso di un titolo sulla base del risk free rate incrementato di un premio per il rischio determinato dal coefficiente β_i .

Il parametro β_i è definito come:

$$\beta_i = \frac{\rho_{iM}\sigma_i}{\sigma_M}$$

Dove ρ_{iM} indica il coefficiente di correlazione tra il titolo e il portafoglio di mercato, σ_i indica il rischio del titolo mentre σ_M indica il rischio del portafoglio di mercato.

Il numeratore del parametro *beta* viene indicato come “rischio sistematico” del titolo.

¹¹ Price taker è chi, in economia, non ha possibilità di fissare o influire sul prezzo di un bene o servizio che egli produce o acquista, a causa della presenza di condizioni di mercato che rendono impossibile o irrilevante qualsiasi strategia per tentare di fissare o modificare il prezzo stabilito da altri.

Ciò significa che il premio per il rischio domandato a un titolo è proporzionale non a tutto il rischio, ma solo a quella parte che non è eliminabile diversificando i propri investimenti tra titoli *risk free* e titoli rischiosi. Non esiste quindi alcun premio o remunerazione per il “rischio diversificabile”, ma soltanto per il rischio sistematico.

Le politiche di Risk Management andrebbero ad agire sul rischio diversificabile che per definizione è eliminabile dagli investitori stessi. Sotto le ipotesi del CAPM si è quindi dimostrato che non vi è spazio per le politiche di Financial Risk Management poiché non sono in grado di incrementare il valore dell’impresa ma al contrario distruggono valore a causa dei costi di attuazione.

Le restrittive ipotesi iniziali del modello rappresentano però un punto debole: gli autori successivi, infatti, faranno leva sulle assunzioni preliminari del modello per dimostrare l’effettiva utilità dell’Hedging. Si dimostrerà che il Risk Management può trovare un suo spazio all’interno dell’azienda se si rilasciano una ad una le ipotesi di base del CAPM.

2.2 Il Risk Management in un mondo alla Modigliani – Miller

Come già sottolineato, un punto di partenza condiviso per gli studi accademici sul Financial Risk Management è rappresentato dal lavoro di Modigliani e Miller.

M&M si pongono il problema di verificare se in condizioni di mercati finanziari perfetti il valore dell'impresa si modifichi al variare della struttura finanziaria. Essi dimostrano che se valgono le seguenti ipotesi:

- Assenza di imposte, a livello sia d'impresa (societario) sia dei finanziatori (personale);
- Assenza di opportunità di arbitraggio;
- Distribuzione simmetrica delle informazioni rilevanti e, dunque, assenza di conflitti d'interesse;
- Assenza di costi di transazione;
- Politica di finanziamento e di investimento indipendenti;

allora il valore dell'attivo dipende dai flussi di cassa generati dagli investimenti ed è insensibile ad eventuali ricomposizioni del passivo, che incideranno solo sulla ripartizione dei risultati degli investimenti tra i finanziatori.

Se si accetta questa visione alla M&M, ne consegue che le strategie di Risk Management, analogamente alle scelte di finanziamento, rappresentano mere transazioni finanziarie, non avendo alcun ruolo nella massimizzazione del valore. In un mercato dei capitali perfetto, come quello descritto da M&M, gli investitori possono, infatti, replicare perfettamente, con i propri mezzi e senza costi, qualsiasi struttura finanziaria assunta dall'impresa; gli azionisti possiedono inoltre tutte le informazioni sul profilo di rischio dell'impresa e tutti gli strumenti necessari per creare il profilo di rischio desiderato. Gli investitori non attribuiranno quindi alcun valore alle azioni dei manager poiché possono coprire i rischi in modo più efficiente semplicemente possedendo un portafoglio ben diversificato. Al contrario, i costi di gestione di una strategia di questo tipo renderebbe il Risk Management un investimento che porta ad una distruzione di valore.

A partire dalla metà degli anni 80 è però emersa una nuova visione delle politiche di finanziamento che concede al Risk Management un ruolo ben diverso. Il concetto cardine di Modigliani e Miller, ossia che il valore venga creato attraverso buoni investimenti, non viene rifiutato ma si considera il Financial Risk Management un elemento chiave per permettere alle imprese di effettuare buoni investimenti.

È inoltre evidente quanto siano restrittive le ipotesi di M&M e quindi che il mondo perfetto da loro considerato nella realtà non esista.

Rilasciando tali ipotesi si vedrà come il Risk Management sia in grado di apportare valore all'impresa. In un contesto reale, in cui esistono imperfezioni di mercato, l'impresa è esposta a rischi economici e finanziari che se non adeguatamente coperti costituiscono una probabile fonte di costi per l'impresa.

2.3 Imperfezioni dei mercati e gestione del rischio

Il riconoscimento dell'imperfezione dei mercati all'interno dei modelli proposti da economisti e studiosi ha segnato un passo fondamentale nell'evoluzione delle teorie sul Risk Management. Si fa riferimento in particolar modo alle imperfezioni associate alle asimmetrie fiscali, ai costi della crisi e del fallimento, all'*Underinvestment Problem*, all'avversione al rischio dei manager, all'asimmetria informativa e ai costi di agenzia. Ciascuna di queste imperfezioni conferma il ruolo decisivo delle politiche di Risk Management ai fini della creazione di valore; di seguito ci si propone pertanto di illustrare la relazione esistente tra ciascuna imperfezione individuata e la gestione dei rischi.

2.3.1 Risparmi fiscali

Il primo filone di ricerca studia come il Risk Management consenta di ridurre la distruzione di valore generata dall'asimmetria dell'imposizione fiscale. Il tema delle *asimmetrie fiscali* deve essere analizzato con riferimento a due situazioni distinte:

- L'eventuale progressività dell'imposizione fiscale;
- Il diverso trattamento fiscale delle due fonti di finanziamento delle imprese (capitale di rischio e capitale di debito).

Con riferimento alla prima situazione, per progressività dell'imposizione fiscale si intende che ad un'impresa è richiesto un pagamento di imposte crescenti in funzione del valore d'impresa al lordo dell'imposizione fiscale (pre-tax value). In una situazione del genere risulta vantaggioso per un'impresa presentare utili nell'area più bassa delle aliquote fiscali nei diversi esercizi contabili, piuttosto che avere profitti negativi un anno ed utili che si posizionano nell'area più alta l'anno seguente. Si consideri ad esempio che un'impresa che registra il primo anno un utile di 10 milioni di euro, sul quale paga un'aliquota media del 40%, e il secondo anno un utile di 2 milioni di euro, sul quale paga un'aliquota media del 20%, paga più imposte di un'impresa che registra in entrambi gli anni un utile di 6 milioni di euro e paga

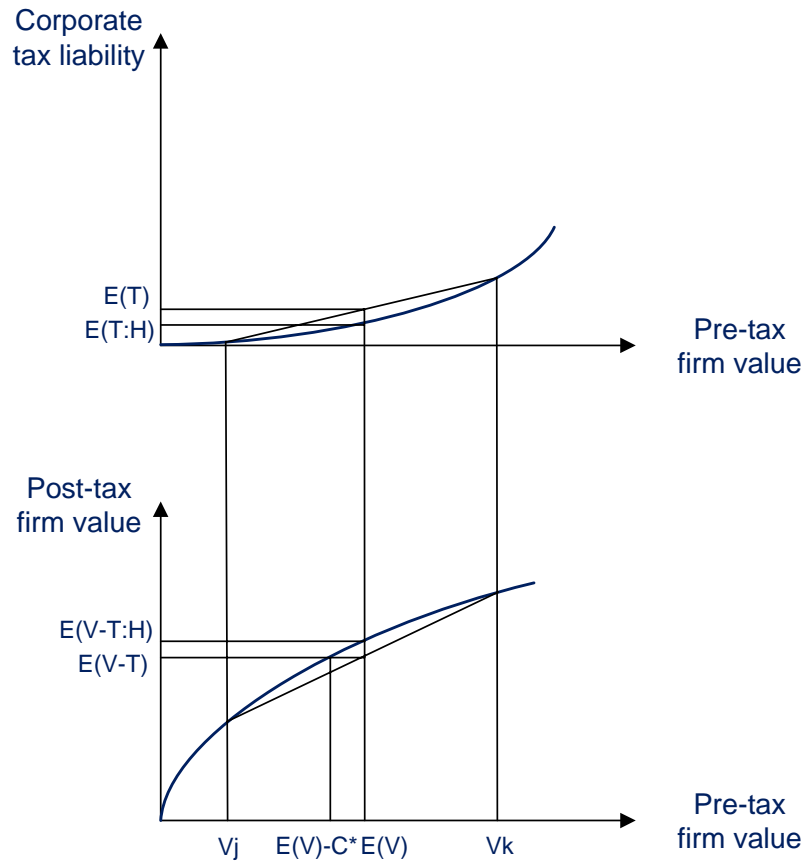
un'aliquota media del 30%.¹² Attraverso il Risk Management è quindi possibile ottenere una diminuzione del carico fiscale complessivo grazie al livellamento dei risultati ottenuti nei diversi esercizi.

A metà degli anni '80 sono comparsi i primi modelli in grado di fornire un supporto quantitativo valido all'analisi dell'impatto dell'Hedging sul valore dell'impresa. Clifford W. Smith e Renè M. Stulz con il loro "The Determinants of Firms' Hedging Policies", hanno dimostrato come attraverso l'Hedging, in particolari circostanze, si possa aumentare il valore di un'impresa. Gli autori procedono allo studio di come le ipotesi di M&M possano relazionarsi con le politiche di copertura. Essi dimostrano per la prima volta che, se le aliquote fiscali a cui un'impresa è soggetta sono una funzione convessa, le imposte possono essere ridotte tramite l'Hedging. Inoltre, mostrano che più convessa è la funzione che descrive tali aliquote, più elevati possono essere i vantaggi fiscali. La progressività dell'imposizione fiscale è l'elemento chiave che rende la funzione che descrive le aliquote convessa.

La tassazione progressiva riveste senza dubbio un ruolo importante ma anche altri fattori possono rendere la funzione che descrive le aliquote fiscali convessa: le perdite operative fiscalmente deducibili, i crediti fiscali per gli investimenti e i crediti fiscali esteri. Quanto più elevate sono tali poste privilegiate, tanto maggiori sono i benefici fiscali per un'impresa che fa Hedging.

¹² Giorgino, Travaglini, 2008

Figura 2.1 - Imposizione fiscale e Post-Tax Value di un'impresa in funzione del Pre-Tax Firm Value



Fonte: Smith e Stulz (1985) "The Determinants of Firms' Hedging Policies"

Dove:

- $V_j[V_k]$: pre - tax value di un' impresa che non fa hedging se lo stato $j[k]$ si realizzasse;
- $E(V)$: pre - tax value atteso di un'impresa che non fa hedging;
- $E(T)$: imposizione fiscale attesa nel caso non si faccia hedging;
- $E(T : H)$: imposizione fiscale nel caso l'impresa faccia hedging senza costi;
- $E(V - T)$: post - tax value atteso di un'impresa che non fa hedging;
- $E(V - T : H)$: post - tax value di un'impresa che fa hedging senza costi;
- C^* : massimo costo dell' hedging che rende conveniente coprirsi.

Per quanto riguarda la seconda situazione nella quale deve essere analizzato il tema delle asimmetrie fiscali, si fa riferimento ad un'impresa che incrementando il proprio livello ottimo di indebitamento potrebbe, grazie ad uno sfruttamento maggiore dello scudo fiscale, incrementare il proprio “after-tax expected cash flow”.

I possessori di titoli obbligazionari, infatti, si preoccupano della volatilità complessiva dell'impresa poiché questa influenza il fatto che essi siano ripagati o meno. Maggiore è il livello complessivo di rischio, maggiore è la probabilità che l'azienda fallisca. Il Risk Management rende possibile un aumento della capacità di attrarre capitale di debito poiché riduce la volatilità degli utili e quindi riduce il rischio complessivo dell'impresa, senza però ridurre il net present value dei suoi investimenti. Con un minore livello di rischio un'impresa può sopportare un rapporto debito/equity maggiore che significa la possibilità di sfruttare maggiormente lo scudo fiscale.

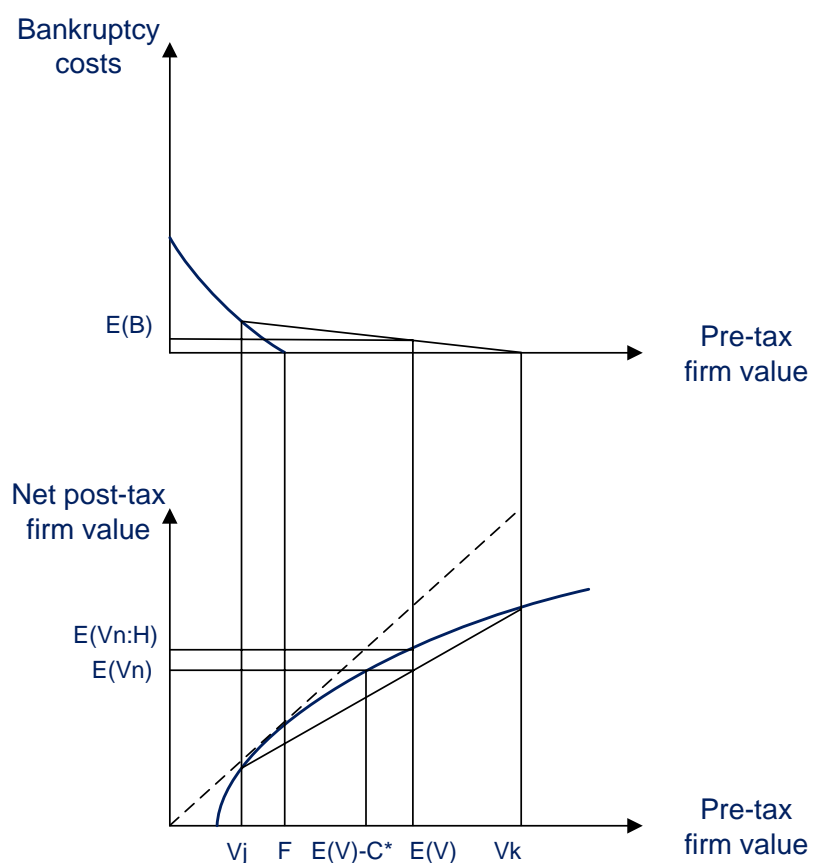
Hayne E. Leland nel suo articolo “Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure” è riuscito a dimostrare come attraverso le politiche di hedging le aziende possano ottenere una capacità di indebitamento superiore. Secondo Leland il beneficio primario del finanziamento con capitale di debito risiede nella deducibilità degli interessi. Egli mostra che, attraverso l'Hedging, le imprese possono aumentare la capacità di indebitamento e di conseguenza il valore dell'impresa. Infatti, se un'impresa sottoscrive capitale di debito in risposta ad una capacità maggiore di indebitamento, l'incremento associato della detrazione degli interessi riduce il carico fiscale ed aumenta il valore dell'impresa.

2.3.2 Costi del dissesto finanziario

Il secondo filone di ricerca riguarda la riduzione dei costi associati al dissesto finanziario. Le strategie di Risk Managment contribuiscono a ridurre il contenuto di rischio totale cui un'impresa è soggetta, rendendo o il dissesto finanziario meno probabile oppure i relativi costi meno consistenti.

I primi ad essersi occupati attivamente della modellizzazione di questa teoria sono stati Smith e Stulz. Essi hanno mostrato attraverso un modello quantitativo che l'Hedging, grazie alla riduzione della varianza del valore dell'impresa, riduce la probabilità per un'impresa di incorrere nel dissesto finanziario e quindi ne riduce i costi attesi.

Figura 2.2 - Post-tax firm value di un'impresa in funzione del suo valore al lordo dell'imposizione fiscale in presenza di costi del dissesto finanziario



Fonte: Smith e Stulz (1985) "The Determinants of Firms' Hedging Policies"

Dove:

$V_j[V_k]$:	pre - tax value di un'impresa che non fa hedging se lo stato $j[k]$ si realizzasse;
F :	valore nominale del debito;
$E(V)$:	pre - tax value atteso di un'impresa che non fa hedging;
$E(V_N)$:	post - tax value atteso netto per un'impresa che non fa hedging;
$E(V_N : H)$:	post - tax value atteso netto per un'impresa che fa hedging senza costi;
$E(B)$:	costi della bancarotta attesi per un'impresa che non fa hedging;
$E(B : H)$:	costi della bancarotta attesi per un'impresa che fa hedging a costo zero (nulli);
C^* :	massimo costo dell' hedging che rende conveniente coprirsi.

I costi della crisi e del fallimento hanno un impatto negativo sulla ricchezza degli azionisti e si presentano sotto diverse forme:

- costi monetari diretti della crisi e del fallimento;
- Perdite derivanti da possibili decisioni sub-ottimali;
- Difficoltà e onerosità nella raccolta di nuovo capitale di credito e/o di rischio;
- Peggioramento del posizionamento competitivo e della produttività aziendale per effetto della crisi;
- Costi di negoziazione tra i diversi stakeholder coinvolti nella crisi.

L'Hedging diventa più profittevole con l'incremento dei debiti di lungo dell'impresa poiché la probabilità che l'impresa incorra in questi costi è direttamente proporzionale al peso di tali debiti rispetto al valore degli asset.

Gli esempi precedenti illustrano i costi che un'impresa dovrà sostenere una volta in stato di dissesto finanziario ma, se i problemi finanziari non dovessero essere distruttivi per il business, l'impresa potrebbe decidere di accettare un'alta probabilità di incorrere in tali problemi. Al contrario, per tutte le imprese finanziarie che detengono i fondi dei clienti, come assicurazioni o banche, il Risk Management risulta centrale poiché la probabilità di incorrere in problemi finanziari generalmente è bassa ma il costo atteso del dissesto in questi settori è enorme. In sintesi una corretta analisi dei costi del dissesto dovrebbe tenere in considerazione sia la probabilità di incorrere in questi problemi, sia gli eventuali costi associati.

Un aspetto importante da tenere in considerazione è che, nonostante l'Hedging incrementi il valore di un'impresa, esso trasferisce tale ricchezza dagli azionisti agli obbligazionisti, rendendo gli azionisti più poveri. Esistono però almeno due modi in cui il mercato crea spinte all'attuazione di politiche di Hedging.

Innanzitutto un'impresa che contrae debito frequentemente trarrebbe vantaggi in termini di reputazione grazie all'Hedging, diminuendo così il costo del debito. Tuttavia qualora la probabilità di fallire fosse rilevante il guadagno derivante dal non coprirsi risulterebbe tale da superare i costi legati alla perdita di reputazione, dato che la reputazione risulta vantaggiosa solo se consente all'impresa di evitare il fallimento. In secondo luogo l'Hedging fornisce un mezzo attraverso cui ridurre i costi del dissesto imposti da bond covenants e cioè vincoli sui contratti di debito che costringono gli azionisti a intraprendere azioni che loro altrimenti eviterebbero. Si tratta ad esempio di clausole contrattuali che possono obbligare l'impresa a modificare la propria politica di investimento; l'Hedging, diminuendo il contenuto di rischio complessivo dell'impresa, può rendere i debiti più sicuri e quindi far sì che i contratti non divengano vincolanti.

2.3.3 Underinvestment Problem

Il terzo filone di ricerca riguarda l'attenuazione dell'Underinvestment Problem che è un fenomeno che si presenta quando la generazione interna di cassa di un'impresa non è sufficiente a finanziare le opportunità di crescita ed il finanziamento presso fonti esterne risulta talmente costoso da portare l'impresa a tagliare il livello di investimenti sotto quello ottimo.

Riprendendo i concetti espressi in un articolo di Myers del 1977, le opportunità di investimento devono essere valutate in relazione al possibile conflitto di interessi tra i possessori di diritti residuali (azionisti) e i possessori di diritti fissi (detentori del capitale di debito). Infatti, le possibilità di investimento possono essere considerate come opzioni e, in presenza di diritti fissi consistenti sul capitale dell'impresa, attuare investimenti con *net present value* positivo può ridurre la ricchezza degli azionisti nel

caso in cui una porzione rilevante dei profitti ottenuti finisca nelle mani dei detentori del debito. Come conseguenza, è del tutto razionale che gli azionisti possano volersi astenere dall'esecuzione di progetti a net present value positivo se il costo marginale del finanziamento presso fonti esterne eccede i benefici marginali, dando così origine ad un *Underinvestment Problem*.

Il lavoro di Froot, Scharfstein e Stein del 1993 rappresenta un contributo chiave nell'individuazione e nello studio dell'*Underinvestment Problem*. Gli autori hanno proposto un framework di riferimento per i top manager per lo sviluppo di strategie di Risk Management coerenti e perfettamente integrate con le strategie aziendali.

Il loro paradigma di riferimento si fonda su tre premesse:

1. Alla base della creazione di valore vi è l'effettuazione di investimenti profittevoli;
2. Quando le imprese non generano abbastanza cassa tendono a tagliare gli investimenti ad un livello più basso dei principali competitor;
3. I flussi di cassa possono essere facilmente intaccati da fluttuazioni di valore di fattori esterni come tassi d'interesse, tassi di cambio e prezzi delle materie prime.

L'obiettivo fondamentale di un programma di Risk Management è quello di assicurare all'impresa la disponibilità di cassa sufficiente per cogliere tutte le opportunità di investimento che creano valore.

Si consideri il seguente esempio, tratto ancora da Froot, et al. (1993), atto alla rappresentazione dei concetti in maniera più intuitiva. Si supponga che un'impresa voglia espandere la propria capacità produttiva realizzando un nuovo impianto. Se essa avesse disponibilità di cassa sufficiente per pagare la costruzione dell'impianto utilizzerebbe tali fondi per finanziare l'investimento. In caso contrario, si presenterebbe la necessità di raccogliere fondi e si troverebbe nella situazione di dover scegliere tra il mercato del debito (attraverso un prestito bancario o tramite l'emissione di titoli di debito) o il mercato dell'equity. Il ricorso all'equity presenta una serie di svantaggi. I motivi dell'avversione all'uso dell'equity risiedono nella difficoltà per gli investitori di conoscere il reale valore degli asset di un'impresa. Di

conseguenza essi talvolta possono sbagliare fissando un prezzo troppo alto o troppo basso. Naturalmente le imprese saranno riluttanti a raccogliere fondi cedendo azioni qualora queste siano sottovalutate e, contemporaneamente, l'emissione di equity è un chiaro segnale per il mercato del fatto che l'impresa pensi di essere sopravvalutata. A testimonianza di questo fenomeno tipicamente quando le imprese emettono nuove azioni il prezzo cala del 3% circa. Ne consegue che la maggioranza delle imprese percepisce questa forma di finanziamento come molto costosa. I problemi legati all'informazione che limitano l'utilizzo dell'equity rivestono un'importanza molto minore per quanto riguarda il debito: molte emissioni di debito sono, infatti, facilmente valutabili anche senza precise informazioni sugli asset dell'impresa. Ne consegue che spesso le imprese sono meno preoccupate di pagare un tasso di interesse eccessivamente alto sui loro prestiti piuttosto che vedere le proprie azioni sottovalutate. Per questo motivo la gran parte dei finanziamenti esterni avviene sul mercato del debito; ciò non significa che il ricorso al debito sia privo di costi: abbiamo già visto come un livello eccessivo di indebitamento possa minare la possibilità di ricorrere ad altro debito in futuro e, in situazioni estreme, possa portare al dissesto o, addirittura, alla bancarotta. I costi fin qui evidenziati, sia dell'equity che del debito, rendono ogni forma di finanziamento esterno molto più costosa della generazione interna di fondi. Le imprese preferiranno dunque finanziare i propri investimenti con gli utili trattenuti piuttosto che con debito o addirittura con equity. Può quindi accadere che le imprese percepiscano il finanziamento esterno come talmente costoso da preferire il taglio delle spese in investimenti quando non possiedono fondi generati internamente sufficienti a realizzare progetti di investimento nonostante questi siano investimenti a ritorno atteso positivo. La generazione interna di cassa risulta quindi uno strumento fondamentale di competitività, in grado di ridurre il costo del capitale di un'impresa e di permettere la realizzazione degli investimenti. Si ritorna al concetto precedentemente enunciato e cioè che il ruolo del Risk Management è assicurare che le imprese possiedano sempre cassa disponibile per attuare investimenti che creino valore.

2.3.4 Diversificazione del rischio e remunerazione dei manager

Il punto cardine di questo filone di indagine su cui tutti gli autori concordano è l'avversione al rischio dei manager. A parità di altre condizioni, un manager sceglierà la soluzione (aumentare o diminuire il contenuto di rischio di un'impresa) che gli consente di massimizzare la propria funzione di utilità e non la ricchezza degli azionisti.

L'introduzione di forme di remunerazione dei manager legate a performance aziendali (di breve o di lungo periodo), attraverso l'utilizzo di particolari strumenti finanziari (stock option o azioni) oppure grazie ad un semplice confronto fra dati di bilancio con un obiettivo target, ha provocato un'ulteriore complicazione dello scenario.

Smith e Stulz osservano che i manager possiedono una frazione significativa della propria ricchezza, sia in termini di possesso di titoli finanziari, che dal punto di vista di investimento in "capitale umano", investita nell'azienda. Si ritrovano quindi spesso a non poter diversificare il rischio specifico derivante dal loro rapporto con l'impresa e dal momento che si assume che i manager siano soggetti avversi al rischio, essi richiederanno una remunerazione ulteriore per sopportare tale rischio che risulterebbe altrimenti per loro non diversificabile.

In conclusione, gli azionisti, per far sì che i manager agiscano nel loro interesse piuttosto che in un'ottica di massimizzazione della propria funzione di utilità, devono far sì che essi superino la loro avversione al rischio predisponendo forme di remunerazione ed incentivi adatti.

In particolare Smith e Stulz sostengono che un modo per allineare gli obiettivi dei manager con quelli degli azionisti sia stipulare con essi contratti che abbiano una remunerazione che sia una funzione convessa del prezzo delle azioni della società. Le stock option, ad esempio, sono uno strumento importante attraverso cui rendere convessa la funzione che descrive la ricchezza dei manager. Le stock option, grazie alla relazione positiva tra rendimento delle opzioni e volatilità, forniscono, a parità di

tutto il resto, un incentivo ai manager a sopportare un maggior grado di rischio. Al contrario, forme di remunerazione che comportano il possesso di azioni (e non di opzioni) da parte dei manager forniscono incentivi ad attuare politiche di riduzione dei rischi, dal momento che il valore di un portafoglio composto da soli titoli azionari aumenta linearmente con il valore dell'impresa.

2.3.5 Asimmetria informativa e reputazione dei manager

L'asimmetria informativa esistente tra manager ed azionisti è un altro dei fattori che induce le imprese ad adottare politiche di Risk Management. Due studi partono da questa affermazione per sviluppare le proprie teorie, e sono quelli di De Marzo e Duffie del 1991 e di Breeden e Viswanathan del 1998. In particolare i primi mostrano che il possesso di informazioni riservate che non possono essere trasferite agli azionisti senza costi spinge ad intraprendere politiche di copertura, i secondi, invece, sostengono che i manager "validi" per poter comunicare al mercato con maggiore precisione la loro reale abilità facciano Hedging per eliminare l'incertezza dalle proprie prestazioni.

Le assunzioni alla base del lavoro di De Marzo e Duffie sono contrarie a quelle proposte da Modigliani & Miller. Infatti, nel mondo reale considerato da DM&D le imprese possiedono informazioni riservate che possono essere di importanza strategica per la competitività dell'impresa o che potrebbero comportare dei costi se divulgate all'esterno (ad esempio i piani di produzione o le iniziative imprenditoriali). Come esempio, gli autori fanno riferimento alla possibilità che alcuni azionisti abbiano conflitti di interesse, possedendo quote di altre imprese, e che quindi potrebbero fare un uso scorretto di tali informazioni. A causa di questa mancanza di informazioni risulterebbe impossibile per gli azionisti adottare da soli le strategie di copertura attuate dall'impresa, perché esse si dovrebbero basare su informazioni parziali, quindi è razionale che l'impresa operi per loro e nel loro interesse.

Nello studio di Breeden e Viswanathan realizzato nel 1998 gli autori prendono in esame l'importanza della reputazione dei manager. L'idea chiave è che i manager con

maggiori competenze, relativamente alla gestione di certe tipologie di rischio, vogliono assicurarsi di riuscire a comunicare efficacemente al mercato tali superiori abilità. Il loro scopo è quindi quello di minimizzare l'incertezza sulle proprie performance, in maniera tale che il mercato possa trarre conclusioni più precise riguardo alle loro reali capacità. Per far ciò i manager saranno portati a coprire soltanto i rischi che non riescono a controllare correttamente e rispetto ai quali non possiedono particolari abilità di gestione. Al contrario, i manager con capacità e competenze inferiori avranno incentivi a ridurre l'efficienza della comunicazione, preferendo che tutti i manager intraprendano attività rischiose che amplificano la varianza dei risultati. Quindi, assodato che i manager "più abili" sono portati ad attuare politiche di Hedging, i manager "meno abili" preferiranno non fare Hedging per non fissare i propri risultati, poiché in questo modo mostrerebbero al mondo esterno la loro inferiore abilità. Al contrario, non coprendosi dai rischi essi potrebbero incorrere nell'eventualità positiva che l'alta volatilità li premi, dimostrando così un'abilità superiore a quella reale e vicina a quella dei manager "più abili".

Nella fase successiva dello studio viene ampliata la ricerca al caso in cui i manager abbiano una forma di remunerazione legata alle performance aziendali attraverso il possesso diretto di azioni oppure tramite stock option. In questo caso i manager, oltre a porre attenzione alla reputazione, si preoccuperanno anche di massimizzare il valore dell'equity dell'impresa. Gli autori sostengono che l'Hedging, riducendo la volatilità, comporti dei costi in termini di diminuzione del valore dell'equity. I manager, quindi, intraprenderanno politiche di Hedging soltanto se convinti di avere abilità così superiori agli altri manager del settore da compensare tali costi. I manager "meno abili" invece generalmente sceglieranno di non coprirsi, sia perché per loro i costi risulteranno più alti, sia per tentare la sorte.

2.3.6 I costi di agenzia

Il costo di agenzia è un fenomeno che riguarda i comportamenti opportunistici che il management può attuare a proprio esclusivo vantaggio o a favore dei propri azionisti

e a svantaggio dei finanziatori terzi. Peter Tufano nell'articolo "Agency Costs of Corporate Risk Management" riconosce e documenta che la pratica del Risk Management può essere finalizzata a proteggere investimenti a net present value negativo per gli azionisti e in grado di aumentare la ricchezza personale dei manager. In quest'ottica l'Hedging, riducendo la necessità di richiedere finanziamenti all'esterno, elimina anche la disciplina che il mercato dei capitali impone sulle imprese che tentano di attuare progetti non profittevoli.

Quindi, in presenza di benefici privati di cui i manager potrebbero godere, l'assenza di controllo da parte del mercato dei capitali può portare ad un'impropria allocazione delle risorse ed alla distruzione di valore.

Per quanto riguarda invece i comportamenti opportunistici che i manager possono attuare a favore dei propri azionisti e a scapito dei finanziatori terzi si noti che tale conflitto risulta particolarmente accentuato quando l'impresa è vicina ad una situazione di crisi. Gli azionisti dell'impresa detengono un'opzione call sugli asset dell'impresa e, in forza della loro responsabilità limitata al capitale conferito, possono sottrarsi al rimborso dei crediti non coperti dalla liquidazione delle attività. Pertanto in prossimità del dissesto gli azionisti incentivano il management a effettuare investimenti sub-ottimali, caratterizzati da un rendimento atteso e da un livello di rischio molto elevati, nella speranza di ottenere un ritorno dal loro investimento. Nel caso in cui si realizzino degli scenari favorevoli il maggior beneficio è colto dagli azionisti, in quanto ai creditori spetta una remunerazione contrattualmente prefissata. Nel caso in cui si presentino scenari sfavorevoli l'impatto maggiore ricade sui creditori, in quanto gli azionisti non sono tenuti a coprire le perdite e l'entità del rimborso per i creditori dipende dal valore di liquidazione delle attività. In un'ottica di Risk Management questa imperfezione può essere interpretata come l'assenza di incentivi per l'impresa a ridurre i rischi aziendali in prossimità del dissesto, in quanto i benefici di tale riduzione andrebbero prevalentemente a vantaggio dei creditori.

2.4 Evidenze empiriche

Gli anni '90 sono stati segnati da tutta una serie di indagini aventi lo scopo di dimostrare e quantificare da un punto di vista empirico e non più teorico il legame esistente tra valore d'impresa e copertura dei rischi. In questo ambito si inseriscono i lavori di diversi autori che si sono posti l'obiettivo di verificare se effettivamente le imprese utilizzassero tali strumenti con le stesse finalità supportate dalla teoria, partendo da analisi dei dati di bilancio o da inchieste realizzate attraverso questionari. L'indagine empirica più citata dagli altri autori è quella condotta nel 1993 da Nance, Smith e Smithson. Nell'articolo "On the Determinants of Corporate Hedging" gli autori individuano diverse ragioni secondo cui l'Hedging incrementa il valore di un'azienda. Essi definiscono l'hedging come l'utilizzo di strumenti "off-balance sheet" per contrapposizione alle tecniche di riduzione della volatilità dei risultati di tipo "on-balance sheet" come ad esempio la costituzione di appositi fondi o la stipula di contratti di assicurazione. L'obiettivo dello studio di Nance, et al. è fornire prove empiriche delle ipotesi teoriche di utilità dell'hedging proposte dalla letteratura, non soltanto in materia fiscale, ma anche riguardo ai costi del dissesto finanziario, all'underinvestment problem ed ai costi di agenzia. Ai fini della ricerca, gli autori hanno raccolto i dati empirici necessari inviando un questionario ai Chief Executive Officer delle imprese appartenenti al Fortune 500 e al S&P 400. L'analisi fornisce una prima conferma dell'ipotesi che le imprese che presentano una funzione che descrive le aliquote fiscali convessa si coprano di più mentre non è stata rilevata alcuna evidenza empirica della correlazione esistente tra l'hedging e la possibilità di incorrere nel dissesto finanziario. Gli autori infine hanno trovato evidenza di una correlazione positiva, seppur debole, tra le spese in ricerca e sviluppo (proxy delle opportunità di investimento) e l'utilizzo degli strumenti derivati.

Lo stesso Smith insieme a Graham nello studio del 1999, "Tax Incentives to Hedge", ha condotto una seconda indagine utilizzando un metodo basato su simulazione differente da quello utilizzato in precedenza basato su regressioni. Gli autori

utilizzando 80.000 osservazioni annuali di imprese catalogate nel COMPUSTAT¹³ hanno evidenziato che all'incirca nel 50% dei casi le imprese si trovano di fronte ad aliquote fiscali convesse e perciò hanno incentivi fiscali all'attuazione delle coperture, nel 25% dei casi si trovano ad interagire con aliquote linearmente crescenti mentre imprese nei casi rimanenti sono soggette a funzioni fiscali concave, il che fornisce un disincentivo all'utilizzo di strumenti derivati.

La ricerca condotta da Graham & Rogers e apparsa nell'aprile 2002 sul Journal of Finance è la più recente tra quelle esaminate. Lo studio dal titolo "Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?" analizza i dati provenienti dall'Electronic Data Gathering and Retrieval della SEC (Securities and Exchange Commission). Nel loro lavoro gli autori hanno tratto la conclusione che le aziende si coprono per aumentare la capacità di indebitamento in modo da aumentare il valore d'impresa grazie al maggiore sfruttamento dello scudo fiscale ma non intraprendano politiche di copertura in risposta alla convessità della funzione fiscale.

Il primo studio che invece ha confermato le ipotesi di Smith e Stulz sulla probabilità di incorrere nel dissesto, è stato quello condotto da Dolde nel 1995 dal titolo "Hedging, Leverage, and Primitive Risk". Analizzando i dati provenienti da un'inchiesta sulle imprese del Fortune 500 realizzata nel 1992 tramite l'invio di un questionario e integrando le informazioni ottenute con i dati economico-finanziari forniti dal COMPUSTAT l'autore afferma che l'indebitamento ha un significativo effetto positivo sui costi attesi del dissesto finanziario e che le imprese che scelgono di utilizzare molto debito decidono, in genere, di coprirsi dai rischi finanziari connessi a tale politica. I risultati delle regressioni implementate non confermano però l'ipotesi che le aziende siano più propense a fare *hedging* in presenza di una funzione che descrive le aliquote fiscali convessa. Anche lo studio di Dolde coerentemente a quanto affermato in teoria ha riportato una relazione positiva fra spese in R&S ed *hedging*

¹³Banca dati di informazioni finanziarie, che raccoglie le notizie riguardanti tutte le aziende quotate in borsa negli Stati Uniti.

L'indagine di Gay e Nam pubblicata nel 1998 si è concentrata invece sull'Underinvestment Problem con l'intento di trovare prove empiriche alle teorie proposte in letteratura. Le imprese statunitensi non finanziarie su cui è stata effettuata l'analisi sono state scelte combinando le imprese presenti nel "1996 Swaps Monitor Database" con la lista delle "Business Week 1000 firms". I dati hanno confermato un uso maggiore dei derivati per le imprese con più elevate opportunità di crescita, un uso maggiore dei derivati in imprese con elevate opportunità di investimento ma limitati livelli di cassa e infine un uso inferiore dei derivati in imprese con alta correlazione tra cash flow e spese in investimenti.

Il lavoro di Tufano del 1996, "Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold mining Industry" rappresenta il contributo storicamente più importante associabile alla Managerial Theory of Risk Management. Tufano utilizza un campione di imprese appartenenti ad un unico settore industriale, quello dell'estrazione dell'oro. Questo settore è caratterizzato da alcune caratteristiche peculiari che lo rendono ideale per un'indagine sul risk management. Prima di tutto, le imprese estrattrici di oro affrontano un'esposizione comune e sostanziale alla fluttuazione del prezzo dell'oro che i mercati finanziari sono in grado di fronteggiare grazie ad una vasta gamma di strumenti finanziari. Inoltre, le imprese di questo settore hanno adottato una ricca varietà di politiche finalizzate alla gestione dei rischi connessi a tale volatilità ed infine i dati relativi all'implementazione di queste politiche sono pubblici dal momento che fra le imprese estrattrici del Nord America sono state scelte quelle le cui attività di risk management erano riportate dagli studi di settore. In accordo con le ipotesi formulate da Smith e Stulz, Tufano si concentra sull'avversione al rischio dei manager come causa del Financial Risk Management. Come dimostrato da Smith e Stulz (1985), le imprese i cui manager detengono più stock-option e che quindi hanno una struttura dei payoff più convessa tendono a coprire meno il rischio di variazione del prezzo dell'oro. Inoltre le imprese i cui manager hanno una ricchezza maggiore investita in azioni della società, coprono più frequentemente il rischio di variazione del prezzo delle materie prime.

2.5 Rassegna delle principali survey

Sono numerosi gli studiosi e gli istituti di ricerca che negli anni si sono occupati di raccogliere informazioni, sotto forma di questionari e di survey, al fine di delineare l'approccio delle imprese nei confronti del rischio. Ciò è dovuto alla sempre maggiore importanza che la sua adeguata gestione ha assunto per il successo del business d'impresa. Si è trattato di studi per lo più rivolti a imprese di grandi dimensioni mentre riguardo alle PMI, il problema del risk management è stato investigato nell'ambito di indagini "generaliste" sui loro profili finanziari.

Lo studio che può essere considerato il capostipite tra le indagini empiriche ha avuto come oggetto le imprese statunitensi e fu condotto dai prof. Bodnar, Hayt, Marston e Smithson della Wharton School di Philadelphia nel 1998. Gli autori in questo lavoro riportarono i risultati di quella che era la terza di una serie di survey sulle pratiche di Financial Risk Management e sull'uso dei derivati da parte delle società non finanziarie negli Stati Uniti. Il campione analizzato constava di 2000 società quotate, scelte per la prima ricerca del 1994, più le 154 società non finanziarie appartenenti all'indice Fortune 500, aggiunte nel secondo studio del 1995. Il tasso di risposta ottenuto fu del 20.7%. Il risultato più importante mostrò una continua crescita del tasso di utilizzo dei derivati dal 35% nel '94, al 41% nel '95, fino al 50% nella survey in questione. I risultati mostravano inoltre che tra gli utilizzatori di derivati il 42% indicava che il loro utilizzo era aumentato rispetto agli anni precedenti e solo il 13% indicava invece una diminuzione nell'utilizzo. Un altro importante risultato sottolineava come i maggiori utilizzatori di derivati fossero le grandi imprese (83%) seguite dalle medie (45%) e infine le piccole (12%). Altro dato importante è che l'83% delle imprese utilizza derivati per gestire il rischio di cambio; il 76% li utilizza per gestire il rischio di tasso di interesse; il 56% per il rischio di variazione del prezzo delle materie prime e il 34% contro variazioni delle quotazioni finanziarie. In merito alle modalità di gestione del tasso di interesse emerge che lo strumento maggiormente utilizzato è lo swap dal tasso variabile al fisso e nonostante il proliferare di nuove tipologie di derivati esotici, le imprese continuano a preferire strumenti plain vanilla.

Infine il 60% delle imprese che non utilizzano derivati motiva la scelta principalmente per insufficienza delle esposizioni; il 14% afferma di utilizzare metodologie maggiormente efficienti, quali la diversificazione; il 13% considera i costi di utilizzo superiori ai benefici potenziali. Le problematiche relative al trattamento contabile e le difficoltà di pricing sono risultati essere fattori di basso rilievo nella scelta di non utilizzare tali strumenti.

Dopo questo primo lavoro molti studiosi hanno avviato ricerche analoghe per indagare le politiche di Financial Risk Management delle imprese non solo in America ma anche in Europa e nel resto del mondo.

Lo stesso Bodnar insieme a Gebhart nel 1999 fornì uno studio comparativo delle imprese statunitensi con quelle tedesche. Il questionario fu spedito a 368 imprese e 126 di queste risposero con un tasso di risposta del 34.24 %. Gli autori limitarono la loro ricerca a tre tipologie di strumenti derivati, quelli per coprire il rischio di cambio, il rischio di tasso e quello di variazione del prezzo delle materie prime. I risultati hanno mostrato che le imprese tedesche erano più propense ad usare i derivati delle imprese statunitensi con il 78% delle imprese tedesche utilizzatrici rispetto al 57% delle americane. La spiegazione di questa differenza sostanziale risiedeva, secondo gli autori, nei maggiori rischi derivanti dalle operazioni internazionali subiti dalle imprese tedesche. Il dato tedesco, infatti, proveniva da una ricerca condotta prima dell'introduzione dell'Euro. Un'altra importante differenza tra imprese tedesche ed americane risultava nell'obiettivo principale nell'uso dei derivati. Le imprese tedesche indicavano, infatti, che il loro scopo era quello di minimizzare le fluttuazioni dell'utile, mentre per le americane si trattava di minimizzare le fluttuazioni dei cash flow. Come negli Usa l'utilizzo dei derivati è finalizzato, nella maggior parte dei casi, alla copertura di esposizioni al rischio di cambio; seguono le posizioni aperte sui tassi di interesse e sui prezzi delle materie prime; le modalità di utilizzo per classe dimensionale e settore di attività sono piuttosto simili e questo sta ad indicare che non sono determinate dalla cultura aziendale o dalla realtà specifica del paese.

Per quanto riguarda l'Italia, lo studio più importante risulta essere quello svolto nel 2008 dai prof. Bodnar, Consolandi, Gabbi e Jaiswal-Dale. Il loro studio ricalca quello

condotto da Bodnar nel '98 tra le imprese non finanziarie statunitensi e consiste in una web survey contenente 40 domande sul Risk Management e sull'uso dei derivati. Dato lo scarso numero di imprese non finanziarie quotate in Italia, furono incluse anche imprese non quotate. Il criterio di selezione prevedeva di includere le imprese con un fatturato minimo di 500 milioni di Euro realizzato nel 2006 e facenti parte del database AIDA¹⁴. Il campione finale fu di 464 società, 86 delle quali risposero attestando il tasso di risposta al 18.53%.

I risultati della survey suggeriscono che le imprese italiane utilizzano meno i derivati rispetto alle imprese americane. La percentuale di imprese utilizzatrici non è cambiata significativamente rispetto al '99 anno di introduzione del'Euro. L'uso dei derivati è più significativo tra le imprese di grandi dimensioni per ogni categoria di rischio suggerendo la presenza di economie di scala nell'utilizzo di tali strumenti. La tipologia di rischio maggiormente coperta è il rischio di cambio seguito dal rischio di tasso di interesse ed infine dal rischio di credito. Infine secondo i risk manager italiani le ragioni dello scarso utilizzo dei derivati sono da ricercare nell'insufficiente esposizione ai rischi, nell'esposizione gestita con altri metodi e nella difficoltà di monitorare l'efficacia dei contratti.

Passando invece agli studi che si occupano di PMI, l'unico rilevante è quello del 2001 di Caselli dal titolo "Il comportamento finanziario delle piccole e medie imprese" svolto dall'Università "Luigi Bocconi" in collaborazione con la Camera di Commercio di Milano.

Lo studio sul comportamento finanziario delle PMI operanti nell'area di Milano si basa su un'indagine empirica condotta attraverso l'invio di un questionario postale. Ai fini della ricerca sono state prese in considerazione solo le imprese con un numero di addetti compreso tra 10 e 200 unità intendendo per piccole le realtà aziendali con meno di 50 addetti e per medie quelle con un numero di addetti compreso tra 50 e 200. In totale a fronte di un campione di 544 aziende, 187 hanno risposto attestando il tasso di risposta al 34,37%. Tra le diverse sezioni di cui si compone il questionario

¹⁴ AIDA è prodotta da Bureau Van Dijk Electronic Publishing e contiene i bilanci e altri rapporti commerciali e societari di oltre 200.000 società di capitali operanti in Italia.

una si occupa dei prodotti finanziari acquistati dalle PMI. In particolare la categoria dei servizi per la copertura dei rischi finanziari presenta il grado di utilizzo più modesto in assoluto. Emerge inoltre che, pur conoscendo le funzioni svolte dai prodotti derivati, la PMI ha una bassa percezione ex-ante del rischio di cambio e soprattutto del rischio di interesse. In secondo luogo gli imprenditori avvertono una forte pressione commerciale da parte delle banche su questa categoria di prodotti, non bilanciata da un adeguato coordinamento con le operazioni di finanziamento.

Capitolo 3

Strumenti derivati e strategie di copertura

Negli ultimi anni la globalizzazione dei mercati finanziari e la crescente volatilità delle principali variabili economiche hanno incrementato la sensibilità degli operatori economici verso i rischi finanziari. Questo sentimento diffuso ha portato ad un sempre maggior interesse verso gli strumenti derivati che hanno aumentato straordinariamente i volumi di negoziazione grazie allo sviluppo nelle possibilità di utilizzo e si sono imposti ad un numero sempre maggiore di operatori finanziari e non.

Il successo degli strumenti derivati è dovuto alla loro principale caratteristica che consiste nella capacità di trasferire il rischio finanziario da un operatore a un altro: nello specifico si tratta di rischi di cambio, di tasso, di prezzo delle merci ed infine rischio di credito.

In pratica, attraverso i contratti derivati, un operatore ha la possibilità di modificare il proprio profilo di rischio, mantenendo o aumentando i tipi di rischio che è in grado di governare meglio e riducendo o eliminando quelli che non è in grado di sostenere.

La principale finalità di questi strumenti è quindi quella di copertura dai rischi ma allo stesso tempo possono anche essere utilizzati per intenti speculativi e di arbitraggio.

La strategia speculativa (trading) ha lo scopo di ottenere un profitto sulla base di previsioni in merito all'andamento delle variabili finanziarie differenti da quelle del mercato; invece per quanto riguarda la strategia di arbitraggio si può dire che il guadagno per l'intermediario nasce dal disallineamento dei prezzi delle operazioni derivante dalle imperfezioni del mercato.

Altra caratteristica fondamentale che ha profondamente influenzato lo sviluppo degli strumenti finanziari derivati è il loro elevato leverage, ovvero la possibilità di assumere una posizione di rischio con un limitato esborso economico.

Al fine di assicurare un corretto utilizzo di questi strumenti è necessaria al di là di una maggiore regolamentazione dei mercati una forte conoscenza e competenza da parte degli operatori circa i diversi profili di rischio di tali strumenti e la predisposizione di adeguati sistemi di controllo all'interno delle imprese utilizzatrici tali da garantire un monitoraggio costante delle operazioni effettuate.

3.1 I mercati di riferimento

Gli strumenti finanziari derivati possono essere negoziati sia nei "mercati regolamentati" sia nei "mercati non regolamentati", questi ultimi definiti Otc (over the counter).

I "mercati regolamentati" si caratterizzano per la definizione di regole che stabiliscono chi è autorizzato a operarvi, chi ne esercita il controllo, quali beni si scambiano, che struttura devono avere i contratti, le modalità di formazione dei prezzi, di scambio dei beni e di pagamento. In questi mercati vengono trattati solitamente strumenti derivati di tipo "standardizzato", ovvero con caratteristiche uniformi quanto a prezzo, ammontare unitario, scadenza e termini di consegna. L'organizzazione del mercato si fonda di norma su una Clearing House (Cassa di Compensazione e Garanzia) che si pone come controparte sia dell'acquirente sia del venditore, assicurando la regolare esecuzione dei contratti. Per operare nel mercato, la Clearing House richiede la costituzione di un adeguato margine iniziale che deve essere integrato qualora scenda sotto una soglia prefissata.

Nei "mercati non regolamentati", altrimenti definiti over the counter (Otc), i contratti sono, invece, perfezionati su base bilaterale e "personalizzati" in relazione alle esigenze dei contraenti che ne concordano liberamente tutte le caratteristiche (importo, scadenza, ecc.). Ne discende la maggiore flessibilità dei contratti Otc rispetto a quelli negoziati su mercati regolamentati. Essendo privi di un mercato secondario e di un soggetto garante, i derivati Otc si caratterizzano per un più elevato rischio di liquidità e di credito. Per tali ragioni, gli strumenti derivati scambiati su mercati Otc sono mediamente più costosi di quelli negoziati su mercati regolamentati.

3.2 Definizione e caratteristiche generali

I contratti derivati sono strumenti finanziari il cui valore "deriva" dal valore dell'attività sottostante (underlying asset), che può essere di natura "finanziaria" o "reale".

Gli strumenti finanziari derivati si dicono poi "simmetrici" se al guadagno di una delle parti corrisponde una perdita speculare per l'altra; mentre quelli "asimmetrici" sono caratterizzati dalla mancata equivalenza tra i risultati economici dell'operazione per i due contraenti. Tipici contratti derivati "simmetrici" sono i future, i forward e più in generale i contratti swap. Asimmetrici sono invece tipicamente i contratti d'opzione. Tali contratti presentano pertanto forte analogia con i contratti di tipo assicurativo, nei quali il versamento del premio dell'assicurato è certo nell'importo e nelle modalità di pagamento, mentre l'indennizzo dell'assicuratore è solo eventuale e dipende dal verificarsi dell'evento previsto dal contratto.

Un'ulteriore diversificazione si ha in base allo scambio o meno del capitale di riferimento: i "contratti derivati con scambio di capitale" prevedono la facoltà o l'obbligo di porre in essere con la controparte un'operazione di compravendita dell'attività sottostante nella quantità e al prezzo pattuito alla stipula del derivato; invece i "contratti derivati senza scambio di capitale" prevedono l'obbligo di liquidazione di un "differenziale" calcolato applicando al capitale di riferimento (detto "valore nozionale" del contratto) la differenza tra il prezzo corrente dell'attività sottostante e il prezzo pattuito nel contratto.

I contratti derivati si suddividono in 3 macro-classi: forward/future, swap e opzioni, che possono essere classificate sulla base dell'attività sottostante.

3.3 I contratti forward

I contratti “a termine” (o contratti forward) sono derivati particolarmente semplici. Sono accordi per comprare o vendere un’attività ad una certa data futura, per un certo prezzo. Di solito vengono stipulati fuori borsa tra due istituzioni finanziarie o tra un’istituzione finanziaria ed uno dei suoi clienti.

Nei contratti forward, una delle parti assume una “posizione lunga” (long position) e si impegna a comprare l’attività sottostante ad una data specifica, per un certo prezzo. L’altra parte assume una “posizione corta” (short position) e si impegna a vendere l’attività alla stessa data, per lo stesso prezzo. Il prezzo specificato nei contratti forward verrà chiamato “prezzo di consegna” (delivery price). Viene fissato, al momento della stipula, in modo che il valore del contratto per entrambe le parti sia nullo.

I contratti forward vengono principalmente utilizzati per coprirsi dai rischi di cambio, ma trovano applicazione anche nella copertura di rischi legati alla variazione dei tassi di interesse e dei prezzi delle materie prime (anche se in quest’ultimo caso sono assai più diffusi strumenti standardizzati e trattati in borsa, quali i future).

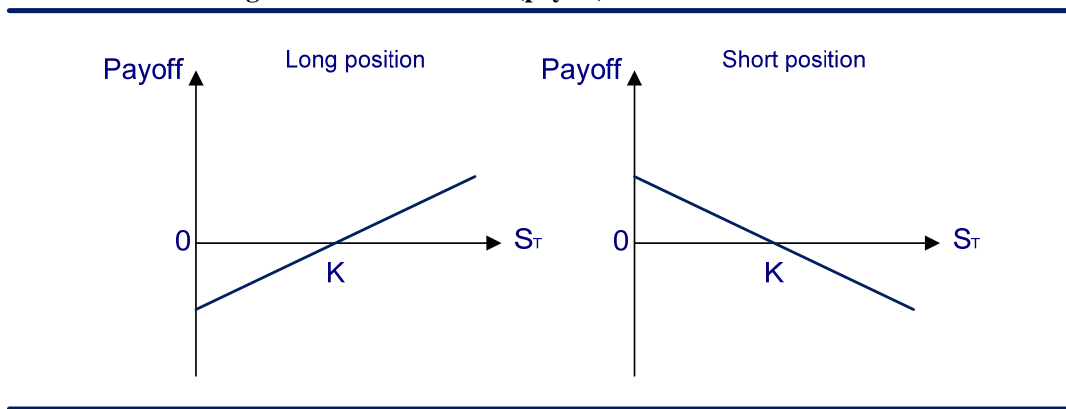
Il “prezzo forward”, ad una certa data, è definito come il prezzo di consegna che si determinerebbe se il contratto venisse concluso in quella data. È importante distinguere tra prezzo forward e prezzo di consegna. I due prezzi sono uguali quando il contratto viene concluso ma, in genere, divergono col passare del tempo. Infatti mentre il prezzo di consegna risulta essere fisso per tutta la durata del contratto, il prezzo forward risulta essere funzione del prezzo spot. Se il prezzo spot di un determinato sottostante dovesse salire, il prezzo forward probabilmente incrementerebbe il suo valore e viceversa.

In generale, il prezzo forward ad una certa data dipende dalla scadenza del contratto. Il valore finale (payoff) di un contratto forward lungo scritto su una quantità unitaria dell’attività sottostante è: $S_T - K$ dove K è il prezzo di consegna e S_T è il prezzo spot dell’attività alla scadenza del contratto. Infatti, l’investitore con la posizione

lunga è obbligato a comprare al prezzo K un'attività il cui valore è S_T . Analogamente, il valore finale di un contratto forward corto scritto su una quantità unitaria dell'attività sottostante è: $K - S_T$.

Questi valori possono essere positivi o negativi, come è illustrato nella Figura 3.1. Dal momento che entrare in un contratto forward non comporta alcun costo, il valore finale del contratto è anche pari al profitto o alla perdita derivante dal contratto.

Figura 3.1 - Valore finale (payoff) di un contratto forward



3.4 I contratti Future

I future sono contratti derivati con cui le parti si impegnano a scambiare a una data prestabilita determinate attività oppure a versare o a riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento.

Quando l'attività sottostante è di natura finanziaria si parla di Financial future, ovvero di stock future (future su titoli di capitale); bond future (future su titoli a reddito fisso); currency future (future su divise); interest rate future (future su tassi d'interesse); stock index future (future su indici azionari). Quando invece il contraente del future prende posizione sull'andamento del valore di mercato di beni reali come merci, materie prime, metalli preziosi, ecc., si parlerà di commodity futures.

Nonostante la diversità dell'attività sottostante, i suddetti contratti futures sono tutti accomunati dalla stessa logica di funzionamento, a prescindere dalla tipologia di rischio coperto.

Il future appartiene alla categoria dei contratti derivati di tipo "standardizzato" in quanto gli elementi del contratto risultano predefiniti e sempre uguali per tipologia di operazione. In virtù di questa fondamentale caratteristica essi sono negoziati su mercati regolamentati, che ne stabiliscono le caratteristiche tecniche e ne garantiscono la liquidità.

Le due maggiori borse per la negoziazione di future sono il Chicago Board of Trade (CBOT) e la Chicago Mercantile Exchange (CME).

3.4.1 Finalità di copertura

Il contratto di future è un efficace strumento di copertura (*Hedging*) per proteggere una posizione complessiva da variazioni avverse del mercato, assumendo una posizione a termine di segno opposto rispetto a quella in essere a pronti.

Si parla di copertura corta (short hedge) se l'hedger possiede un'attività che si propone di vendere in futuro, si parla di copertura lunga (long hedge) se l'acquisto di

futures avviene in vista di un acquisto futuro di una certa attività di cui si vuole bloccare il prezzo.

A titolo di esempio relativamente ad una copertura corta su attività reali, “Si consideri una società che, nei prossimi tre mesi, guadagnerà \$10.000 per ogni centesimo di aumento del prezzo di una certa merce e perderà \$10.000 per ogni centesimo di diminuzione. Per ridurre l’esposizione, il tesoriere della società dovrebbe assumere una posizione corta in futures che compensi questo rischio. La posizione dovrebbe comportare una perdita di \$10.000 per ogni centesimo di aumento del prezzo della merce nei prossimi tre mesi ed un profitto di \$10.000 per ogni centesimo di diminuzione. Se il prezzo della merce scende, il profitto sulla posizione in futures compensa la perdita sul resto degli affari della società. Se il prezzo della merce sale, la perdita sulla posizione in futures viene compensata dal profitto sul resto degli affari della società”.¹⁵

Chiaramente l’esempio fatto è difficilmente verificabile, i motivi di incongruenza tra ipotesi e realtà possono essere i seguenti:

- L’attività che si vuole coprire non può essere la stessa che sottostà ai futures;
- Il soggetto che vuole coprirsi non può sapere la data esatta in cui la propria attività sarà venduta;
- L’operazione di copertura può prevedere che il futures venga chiuso prima della scadenza.

Pertanto si verifica sempre e comunque un rischio di base (basis risk) così calcolato:

$$\text{base} = \text{prezzo spot attività da proteggere} - \text{prezzo future attività di copertura}$$

¹⁵ Hull John C., traduzione di Emilio Barone, Opzioni, Futures e altri derivati, Milano, Il Sole 24 Ore, 2003, pag.78/79

3.5 I contratti Swap

Gli swap sono contratti derivati attraverso i quali due controparti convengono di scambiarsi nel tempo una serie di flussi finanziari. Questi contratti sono perfezionati su base bilaterale e "personalizzati" in relazione alle esigenze dei contraenti che ne concordano liberamente tutte le caratteristiche (importo, scadenza, ecc.), pertanto vengono negoziati su mercati non regolamentati (Otc).

Nonostante non prevedano uno schema negoziale definito, in quanto di tipo non standardizzato, è possibile definirli come strumenti simmetrici (al guadagno di una delle parti corrisponde una perdita speculare per l'altra) e senza scambio di capitali, poiché il capitale nominale, utilizzato come ammontare di riferimento per la liquidazione, non costituisce oggetto di trasferimento tra le parti.

A seconda della natura dei flussi finanziari scambiati, è possibile distinguere tra swap a copertura del rischio di interesse, di cambio, di variazione del prezzo delle merci.

3.5.1 Swap su tassi di interesse

La principale tipologia di contratto swap su tassi di interesse è l'Interest rate swap (Irs). Il contratto di Interest rate swap (Irs) è descritto dalla Banca d'Italia come quel "[...]contratto derivato con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a date prestabilite importi determinati in base al differenziale di tassi di interesse diversi". Come tutti i contratti derivati Otc, l'Irs vede la presenza di un compratore e di un venditore.

Per illustrare le caratteristiche di questo derivato considereremo la sua forma più diffusa: il cosiddetto plain vanilla. In questo contratto una società promette di pagare ad un'altra un tasso fisso determinato, per un certo numero di anni ed in base ad un capitale di riferimento (capitale nozionale); a sua volta l'altra società si impegna a pagare un tasso variabile sullo stesso capitale nozionale e per lo stesso numero di anni.

Un soggetto viene definito compratore di un Irs quando incassa il flusso di interessi a tasso fisso e paga il flusso di interessi a tasso variabile; viceversa viene definito venditore di un Irs quando paga il flusso di interessi a tasso fisso e incassa il flusso di interessi a tasso variabile. L'acquirente di un Irs è anche definito floating rate payer, ossia la parte che paga il tasso variabile, mentre il venditore di un Irs è anche definito fixed rate payer, ossia la parte che paga il tasso fisso.

Un esempio di un Irs plain vanilla può essere il seguente:

“L'impresa A si finanzia per un ammontare (nozionale N) di 1 milione di Euro al tasso (variabile) Euribor + 0,8%, mentre l'impresa B si indebita, per il medesimo importo e orizzonte temporale, al tasso (fisso) del 5,25%. Si ipotizzi che l'impresa A, indebitata a tasso variabile per 5 anni, decida, temendo un rialzo dei tassi di interesse, di cambiare la propria posizione finanziaria, passando dalla sua attuale posizione a tasso variabile ad una a tasso fisso. Per realizzare ciò, sceglie di aprire un'operazione di interest rate swap (IRS) con la Banca 2 come controparte.

L'operazione di IRS viene strutturata come segue: l'impresa A si impegna a pagare alla Banca 2 un flusso di interessi al tasso fisso del 5,25%, e per contro riceverà dalla Banca 2 un flusso di interessi al tasso variabile pari al tasso Euribor maggiorato dello 0,8%. La misura del 5,25% pagato dall'impresa nello swap con la banca non è altro che il risultato della trasformazione del tasso variabile pagato sul finanziamento originario (Euribor + 0,8%) in fisso di pari durata. L'impresa A quindi, compensando i flussi di interessi in entrata (Euribor + 0,8%) e in uscita (5,25%) dell'IRS con quelli in uscita (Euribor + 0,8%) del debito, giungerà ad avere un unico flusso in uscita a tasso fisso (5,25%), raggiungendo così lo scopo che si era prefissata di cambiare la propria posizione debitoria da variabile a fissa per la durata residua del finanziamento.

Nella Tabella 3.1 sono rappresentati i flussi dell'IRS e del debito per tutti i 5 anni di durata del finanziamento.

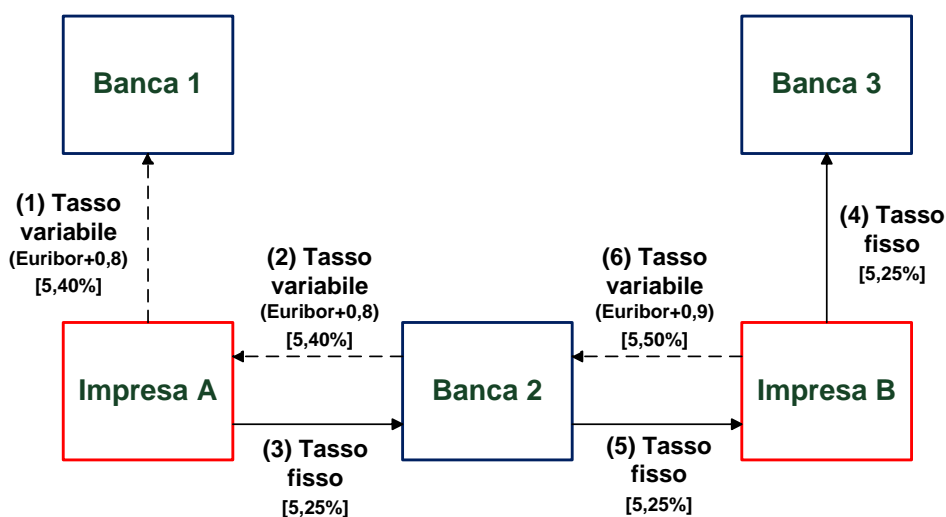
Tabella 3.1 - Esempio di finanziamento a tasso variabile con annesso IRS (fisso contro variabile)

Anno	Tasso variabile (Euribor+0,8)	Debito residuo	Quota interessi (var) [A]	Flusso entrata (var) [B]	Flusso uscita (fisso) [C]	Flusso netto (var-fisso) [B-C=D]	Costo tot finanziamento +swap [A-D]
1	5,40%	1.000.000	54.000	54.000	52.500	1.500	52.500
2	6,70%	800.000	53.600	53.600	42.000	11.600	42.000
3	4,80%	600.000	28.800	28.800	31.500	-2.700	31.500
4	4,60%	400.000	18.400	18.400	21.000	-2.600	21.000
5	4,00%	200.000	8.000	8.000	10.500	-2.500	10.500
TOT	n.d.	n.d.	162.800	162.800	157.500	5.300	157.500

Fonte: ABI “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” 2007

Nella metà sinistra della Figura 3.2 sono rappresentati i flussi descritti per un’ipotetica annualità, in particolare con linea continua quello relativo al tasso fisso originato dall’IRS (flusso 3) e con linea tratteggiata i due inerenti il tasso variabile, ovvero quello originato dall’IRS (flusso 2) e quello originato dal debito (flusso 1). Come si può evincere dalla Tabella 3.1 e dalla Figura 3.2, nell’annualità ipotizzata il tasso variabile (Euribor + 0,8%) è stato pari a 5,40%.

Figura 3.2 - Esempio di finanziamento a tasso variabile/fisso con annesso IRS



Fonte: ABI “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” 2007

Consideriamo ora anche l’altra impresa (l’Impresa B), che ha in essere un finanziamento a tasso fisso [flusso (4)] con la Banca 3 di analogo ammontare e durata del finanziamento dell’impresa A. Contrariamente all’Impresa A, l’Impresa B

prevede un calo dei tassi di interesse e preferirebbe pagare un tasso variabile. A tale scopo, entra in un'operazione di swap (fisso contro variabile) con la Banca 2 al fine di ricevere un flusso di interessi a tasso fisso [flusso (5)] a compensazione di quello corrisposto alla Banca 3 [flusso (4)].

Periodicamente, soprattutto in occasione delle date di regolamento dello swap, può essere particolarmente utile conoscere il valore di mercato dell'IRS, determinato sulla base delle condizioni di tasso espresse dal mercato (c.d. mark-to-market).

Il valore di mercato dell'IRS si ottiene attualizzando la differenza tra gli interessi futuri da ricevere e gli interessi futuri da pagare, calcolati in base alle condizioni di mercato dei tassi di interesse alle varie scadenze. Le variazioni di valore dell'IRS nel corso dell'operazione sono quindi strettamente legate al concreto andamento dei tassi di interesse di riferimento rispetto alle condizioni di partenza. In maniera semplicistica, possiamo considerare che quando i tassi di interesse di mercato risultano inferiori al tasso fisso concordato nell'IRS, il valore di mercato dello swap sarà negativo per il contraente che paga il tasso fisso (poiché sta pagando interessi più alti di quelli di mercato) e positivo per la parte che paga il tasso variabile (e quindi riceve un tasso fisso più elevato di quello di mercato). Nello scenario opposto, ovviamente, il valore corrente dello swap sarà positivo per chi corrisponde il tasso fisso e negativo per l'altra parte.”¹⁶

3.5.2 Swap su tassi di cambio

Un altro tipo di swap è lo swap su valute (currency swap). Nella sua forma più semplice, comporta lo scambio del capitale e degli interessi a tasso fisso di un prestito denominato in una valuta contro il capitale e gli interessi a tasso fisso di un prestito denominato in un'altra valuta.

Negli swap su valute occorre specificare il capitale in ciascuna delle due valute. Di solito, i capitali vengono scambiati all'inizio ed alla fine della vita dello swap e sono

¹⁶ ABI “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” Audizione del Presidente dell'ABI Avv. Corrado Faissola 8 novembre 2007

scelti in modo da essere approssimativamente equivalenti in base al tasso di cambio corrente all'inizio dello swap.

Un currency swap può essere utilizzato per trasformare la natura sia di attività che di passività. Ad esempio, per convertire un finanziamento in dollari in un finanziamento in Euro, oppure per trasformare un investimento in sterline in un investimento in dollari.

Uno swap piuttosto diffuso è quello in cui due parti si scambiano un tasso d'interesse fisso in una valuta con un tasso variabile in un'altra valuta. Si tratta quindi della combinazione di un plain vanilla interest rate swap e di un currency swap ed è chiamato "cross-currency swap" o "CCS".

Nella sua forma più semplice un CCS prevede i seguenti flussi di cassa:

- Lo scambio iniziale dei capitali espressi in due diverse divise (operazione a pronti);
- Lo scambio periodico degli interessi maturati sui due capitali di riferimento calcolati in base ai tassi stabiliti nel contratto (interest rate swap);
- Lo scambio finale dei capitali originari in senso inverso (operazione a termine).

Contrariamente a quanto avviene negli Irs, i flussi di interessi maturati nel CCS non vengono liquidati per "differenziale" ma, essendo espressi in due diverse divise, vengono regolati separatamente.

Un esempio di un Cross Currency Swap può essere il seguente:

“Consideriamo l'impresa C che esporta all'estero i propri prodotti. In particolare ha un contratto pluriennale di fornitura di beni alla Impresa D, con sede negli Stati Uniti, la quale paga periodicamente il corrispettivo dei beni in dollari [flusso (7)]. L'Impresa C ha un fatturato in dollari e, pertanto, si assume il rischio che un rafforzamento dell'Euro sul dollaro abbia un impatto negativo sui propri ricavi.

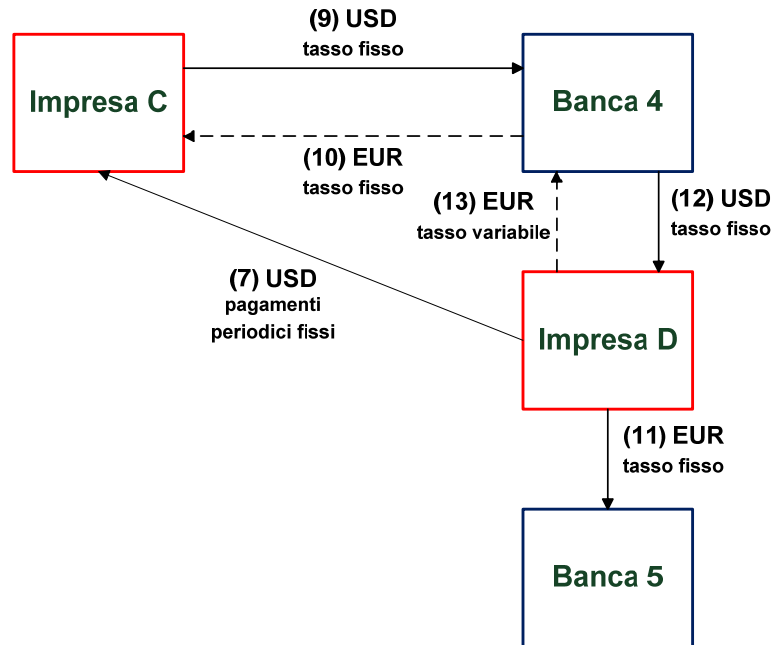
L'impresa C decide quindi di coprirsi da tale rischio, concludendo con la Banca 4 un contratto di cross-currency swap (del tipo fisso contro fisso) in forza del quale, a fronte del pagamento periodico di flussi denominati in USD, essa riceve flussi

denominati in EUR, calcolati secondo un tasso di cambio pattuito. Si noti che in questo caso può esserci o meno lo scambio del nozionale al termine del periodo. Tale operazione, dunque, consente all'impresa di ridurre notevolmente l'incertezza dei futuri tassi di cambio EUR/USD e di immunizzare i propri ricavi futuri dal rischio di cambio.

Dall'altro lato, l'Impresa D statunitense ha in essere un finanziamento con la Banca 5 a tasso fisso, denominato in Euro, necessario per far fronte agli acquisti dalla Impresa C. Essa ha, tuttavia, aspettative di rialzo del dollaro rispetto all'Euro, che avrebbe la conseguenza di rendere più cari pagamenti per interessi dovuti alla Banca 5 e pertanto, intende coprirsi da tale rischio. Essa inoltre ritiene che i tassi di interesse in Europa siano destinati in futuro a scendere, pertanto intende trasformare la propria posizione di indebitamento a tasso fisso in una posizione a tasso variabile. A tal fine, conclude con la Banca 4 un cross-currency swap (del tipo fisso contro variabile), con il quale riceve da questa periodicamente interessi in Dollari, calcolati su un tasso fisso, e paga interessi in Euro calcolati a tasso variabile.

Nella fig. 3.3 sono schematizzati i flussi scambiati tra le controparti dello swap (con linea continua quelli relativi al tasso fisso e con linea tratteggiata quelli variabili).

Figura 3.3 - Flussi scambiati tra le controparti in un Cross Currency Swap



Fonte: ABI “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” 2007

Vale la pena accennare che la Banca 4, controparte di entrambe le operazioni di swap svolge un ruolo importante nel trasferire il rischio tra le due imprese. Tuttavia, nell’esempio considerato, essa riceve un flusso in Euro calcolato sulla base di un tasso variabile dall’impresa D, mentre paga all’impresa C un flusso in Euro a tasso fisso.

Essa, pertanto, è a sua volta esposta al rischio di riduzione dei tassi di interesse: laddove, infatti, il tasso variabile di riferimento dello swap concluso con l’Impresa D scendesse sotto il tasso fisso concordato nello swap con l’Impresa C, la Banca 4 avrebbe una perdita. Essa pertanto, gestirà tale rischio, coprendosi a sua volta ovvero mantenendolo, nell’ambito del proprio portafoglio.”¹⁷

¹⁷ ABI, “La gestione del rischio nelle piccole e medie imprese e negli enti locali” documento elaborato quale contributo alla “Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati”, promossa dalla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, 18/01/05

3.6 I contratti di Opzione

Le opzioni sono particolari tipologie di contratti a termine in cui una parte (compratore, ovvero holder) si riserva la facoltà di esercitare o meno l'opzione a scadenza, pagando un premio alla controparte (venditore, ovvero writer).

Esistono due fondamentali tipologie di opzioni: le opzioni call e le opzioni put. Le prime conferiscono la facoltà di acquistare l'attività sottostante (reale o finanziaria) al cosiddetto prezzo di esercizio o strike price. Parallelamente le opzioni put conferiscono all'acquirente il diritto (non l'obbligo) di vendere l'attività determinata nel contratto di opzione, fissandone quantità e prezzo.

A seconda di quando il compratore può esercitare l'opzione, si distingue tra:

- Opzioni americane: le opzioni esercitabili in qualsiasi momento intercorrente tra la stipula e la scadenza del contratto;
- Opzioni europee: le opzioni esercitabili solo alla data di scadenza.

Ovviamente il compratore eserciterà l'opzione se essa sarà a lui conveniente cioè se il prezzo a termine dell'attività sottostante sarà maggiore di quello di esercizio, l'acquirente di un'opzione call avrà convenienza ad esercitare, mentre l'acquirente di un'opzione put non lo farà (gli converrà vendere al prezzo di mercato e non a quello pattuito). Viceversa se il prezzo a termine sarà minore del prezzo di esercizio, l'acquirente dell'opzione call non acquisterà, mentre l'acquirente di un'opzione put venderà.

La facoltà di esercitare l'opzione può essere regolata secondo due modalità:

- La negoziazione del bene opzionato;
- Il regolamento per differenziale.

Per quanto riguarda i mercati di negoziazione, esse possono essere scambiate sia su mercati regolamentati che su mercati Otc, chiaramente nel primo caso saremo di fronte a opzioni standardizzate, regolate similmente ai future, nel secondo a opzioni contrattate direttamente dalle parti in cui è più comune il regolamento per consegna del bene.

3.6.1 Valore finale di un'opzione

Esistono quattro tipi di posizioni sulle opzioni:

- Una posizione lunga su una call;
- Una posizione corta su una call;
- Una posizione lunga su una put;
- Una posizione corta su una put.

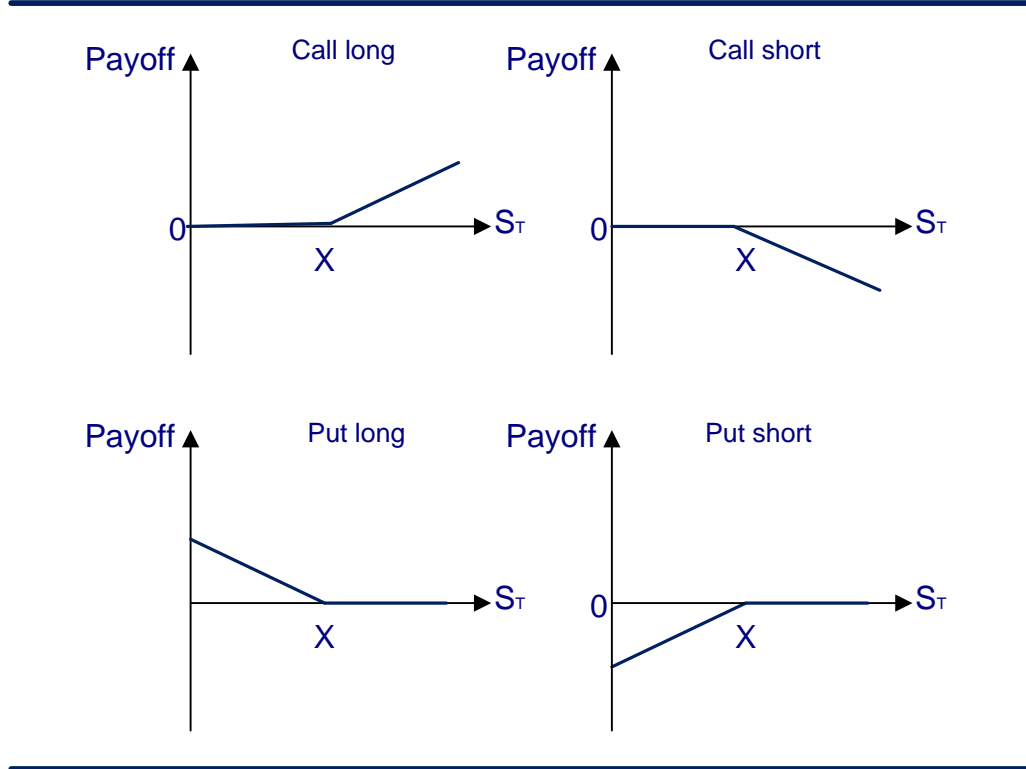
Spesso è utile caratterizzare le posizioni su opzioni europee in termini del loro valore finale. Il costo iniziale dell'opzione non viene quindi considerato. Se X è il prezzo d'esercizio e S_T è il prezzo dell'attività sottostante alla scadenza dell'opzione, il valore finale di una posizione lunga su una call europea è: $\max(S_T - X, 0)$ di riflesso al fatto che l'opzione verrà esercitata se $S_T > X$ e non verrà esercitata se $S_T < X$.

Il valore finale di una posizione corta su una call europea è invece: $-\max(S_T - X, 0)$.

Il valore finale di una posizione lunga su una put europea è: $\max(X - S_T, 0)$ e il valore finale di una posizione corta su una put europea è: $-\max(X - S_T, 0)$.

La Figura 3.4 illustra questi valori finali.

Figura 3.4 - Valore finale delle posizioni su opzioni europee



Si noti che l'asimmetrica distribuzione dei pay-off delle opzioni sopra illustrata attribuisce loro una caratteristica peculiare: “da un lato, esse consentono di coprire le diverse tipologie di rischio connesse a evoluzioni sfavorevoli e inattese delle variabili finanziarie di mercato e, dall'altro, permettono nello stesso tempo di beneficiare degli eventuali andamenti favorevoli di dette variabili”.

Proprio questo aspetto differenzia le opzioni dagli altri strumenti finanziari derivati, nei quali gli utili e le perdite realizzati sulla posizione coperta e sullo strumento derivato di copertura tendono a pareggiarsi esattamente, sia nell'ipotesi di andamento favorevole che in quello di andamento sfavorevole della variabile finanziaria considerata.

A seconda dall'attività sottostante (underlying asset) si distinguono Opzioni su tassi d'interesse (cap, floor, collar); Opzioni su valute (currency option); Opzioni su titoli (bond option, equity option); Opzioni su swap (swaption); Opzioni su indici (stock index option); Opzioni su merci (commodity option).

3.6.2 Opzioni su tassi di interesse

Nelle opzioni su tassi di interesse si fa riferimento ad un importo nominale di riferimento per il calcolo dei flussi di interesse.

Le opzioni sui tassi di interesse, definite anche interest rate option o interest rate agreement (Ira), sono strumenti finanziari derivati per cui alla controparte acquirente viene attribuito, dietro il pagamento di un premio, il diritto di ricevere un importo determinato in base all'andamento di un tasso di interesse, a condizione che quest'ultimo sia superiore/inferiore a un livello prefissato (strike rate).

Esistono diverse tipologie di opzioni su tassi di interesse. Esse sono dette cap, floor e collar in base al diritto che attribuiscono all'acquirente, previo pagamento del premio:

- Il cap attribuisce il diritto di ricevere a date prestabilite dal venditore la differenza (se positiva) tra il valore assunto dal tasso variabile di riferimento e il cap rate;
- Il floor attribuisce il diritto ad incassare a scadenze prefissate dal venditore la differenza (se positiva) tra il floor rate e il valore assunto dal parametro variabile di riferimento;
- Il collar è un'opzione composta dall'acquisto di un cap e dalla contestuale vendita di un floor.

Le opzioni cap corrispondono a opzioni call, mentre le floor a opzioni put. Le collar sono una combinazione delle tipologie precedenti.

Chiaramente questi strumenti permettono di gestire il rischio di variazione dei tassi di interesse sulla base delle aspettative modificando il profilo dei flussi finanziari associati ad un'attività, beneficiando di eventuali evoluzioni positive che gli strumenti simmetrici non possiedono.

Si riporta un esempio di utilizzo di interest rate cap:

“Si ipotizzi che l'impresa A, indebitata a tasso variabile per 5 anni, decida di immunizzarsi dal rischio di una salita dei tassi acquistando un'opzione cap, che consente al possessore di pagare un tasso di interesse massimo, pari al tasso di

esercizio prestabilito nel contratto di opzione (c.d. cap rate), su un ammontare nominale e per un periodo di tempo predefinito, a fronte del pagamento di un premio per l'acquisto dell'opzione.

Supponiamo quindi che l'impresa A, per l'intera durata del finanziamento (5 anni), decida di acquistare un'opzione cap con tasso di esercizio del 5,5%, su un capitale nozionale pari al debito residuo, a fronte del pagamento di un premio annuo dello 0,1% del capitale nozionale. Tale premio si aggiunge al tasso variabile del finanziamento (Euribor + 0,8%), per un esborso complessivo pari a Euribor + 0,9%.

L'opzione verrà esercitata il 2° anno, se il tasso di mercato sarà superiore al cap rate (del 5,5%) dell'opzione. L'impresa A, quindi, invece di pagare il tasso di mercato, pari a 5,90%, corrisponde il livello massimo fissato contrattualmente del 6,4% (pari alla somma di 5,50 del cap rate più 0,90 pari allo spread dello swap).

Tabella 3.2 - Esempio di finanziamento a tasso variabile con annessa opzione Cap

Anno	Euribor	Tasso variabile (Euribor+0,8)	Debito residuo	Quota interessi (var) [A]	Premio (0,1% debito residuo) [B]	Mancato flusso in uscita (per esercizio cap) [C]	Costo tot finanziamento +cap [A+B-C]
1	4,60%	5,40%	1.000.000	54.000	1.000	0	55.000
2	5,90%	6,70%	800.000	53.600	800	2.400	52.000
3	4,00%	4,80%	600.000	28.800	600	0	29.400
4	3,80%	4,60%	400.000	18.400	400	0	18.800
5	3,20%	4,00%	200.000	8.000	200	0	8.200
TOT		n.d.	n.d.	162.800	3.000	n.d.	163.400

Fonte: ABI “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” 2007

La differenza fra la copertura con un'opzione e quella con uno swap risiede principalmente nel fatto che, con l'opzione, l'impresa A acquista una vera e propria assicurazione che la copre totalmente dal rischio di un movimento avverso dei tassi, e, a fronte di ciò, paga alla controparte un premio fissato a priori. Con lo swap, invece, l'impresa A cambia il proprio profilo di rischio, passando da un tasso variabile ad un tasso fisso, senza sostenere un costo iniziale, come nel caso dell'opzione.”¹⁸

¹⁸ ABI “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” Audizione del Presidente dell'ABI Avv. Corrado Faissola 8 novembre 2007

Per soddisfare esigenze di copertura più articolate, le imprese possono utilizzare gli strumenti appena descritti in maniera combinata, attraverso prodotti più complessi, come accade per l'impresa B nella Figura 3.2, che sottoscrive un Interest Rate Swap con l'aggiunta di un'opzione collar; in tal caso il derivato che viene costruito ha caratteristiche particolari che coniugano quelle dei due derivati base sopra descritti e prende il nome di Interest Rate Swap con Collar.

Riprendiamo l'esempio dell'Interest Rate Swap, ipotizzando che la Banca 2, a fronte di una specifica commissione, offra un'ulteriore protezione all'Impresa B attraverso un contratto aggiuntivo di opzione collar sul tasso di interesse variabile [flusso (6)]. Come già spiegato, l'opzione collar è un accordo tra la Banca 2 e l'Impresa B sul valore minimo (c.d. floor rate) e massimo (c.d. cap rate) del tasso variabile che l'Impresa B pagherà alla Banca 2. Pertanto, l'opzione collar consente all'Impresa B di trarre benefici da una possibile discesa dei tassi di interesse fino al livello del floor, e nello stesso tempo di limitare al livello del cap gli esborsi futuri per interessi.

3.6.3 Opzioni su valute

Le opzioni su valute sono definite currency option (CO) e sono contratti derivati che attribuiscono alla controparte acquirente, dietro il pagamento di un premio, la facoltà di porre in essere con il venditore, alla scadenza dell'opzione o entro la stessa, un'operazione di compravendita di valuta per un ammontare (notional amount) e un livello di cambio (strike price) predeterminati all'atto dell'accensione del contratto di opzione.

L'attività sottostante è perciò il rapporto di cambio tra due valute, di cui il soggetto economico teme la variazione a scapito della propria redditività. Lo scopo principale perseguito con un contratto di CO è, infatti, quello di fissare con un certo anticipo il tasso di cambio che caratterizzerà un'operazione commerciale (di import/export) o finanziaria (di investimento/finanziamento) denominata in valuta.

Entrando in un contratto di CO l'esportatore ha la possibilità di assicurarsi un ricavo minimo sui futuri introiti in valuta, mentre l'importatore ha la possibilità di proteggere

il proprio debito in valuta assicurandosi un costo massimo dei futuri pagamenti in valuta.

Viene definito acquirente/compratore (holder) di una CO colui che ha diritto ad acquistare (call) ovvero a vendere (put) una determinata valuta a un cambio prefissato; viceversa viene definito venditore/emittente (writer) di una CO colui che assume l'obbligo di vendere (call) ovvero di acquistare (put) una determinata valuta a un cambio prefissato.

Si riporta un esempio di utilizzo di currency option.

“Un’azienda PMI Spa, a fronte di un’esportazione commerciale, dovrà incassare 1 mln di Usd dal proprio cliente in data 30/06/2005. In data 31/03/2005, l’azienda PMI Spa per coprirsi dal rischio di oscillazione del cambio euro/dollaro, decide di acquistare da Banca Spa un’opzione che presenta le seguenti caratteristiche:

- Notional amount Usd 1.000.000
- Holder: PMI Spa
- Writer: Banca Spa
- Strike price: 1,25
- Premium: euro 15.000

L’azienda PMI Spa avrà la facoltà di esercitare l’opzione acquistata ponendo in essere con Banca Spa un’operazione di vendita di Usd 1.000.000 (corrispondente all’ammontare da percepire dal proprio cliente) incassando euro 800.000,00. In particolare, l’azienda PMI, avendo acquistato un’opzione di tipo put, eserciterà l’opzione solamente se il rapporto di cambio Eur/Usd quoterà in tale data a un livello uguale o superiore a 1,25 (strike price).

Pertanto se il rapporto di cambio Eur/Usd è uguale o inferiore allo stike price (Eur/Usd 1,25) l’azienda PMI non eserciterà l’opzione e consegnerà una perdita pari al premio pagato (euro 15.000), mentre se il rapporto di cambio Eur/Usd è superiore allo strike price l’azienda PMI avrà convenienza a esercitare l’opzione conseguendo un

risultato positivo, al netto del premio pagato, proporzionalmente correlato al crescere del rapporto di cambio”.¹⁹

3.6.4 Opzioni su merci

Le opzioni su merci sono contratti derivati che attribuiscono alla controparte acquirente, dietro il pagamento di un premio, la facoltà di porre in essere con il venditore, alla scadenza dell'opzione o entro la stessa, un'operazione di compravendita di una commodity a un prezzo prefissato (strike price).

Le opzioni su commodities hanno pertanto come attività sottostante (underlying asset) una merce.

Le caratteristiche e il funzionamento delle commodities option sono del tutto simili a quelli delle opzioni su valute, cui pertanto si fa esplicito rinvio.

3.6.5 Opzioni esotiche

Le opzioni esotiche raggruppano ogni opzione che non sia vanilla. In generale le opzioni esotiche hanno alcuni parametri che dipendono da particolari circostanze che si verificano durante la loro vita. Il motivo dell'utilizzo di questo tipo di opzioni risiede nel minor premio rispetto al loro equivalente vanilla.

Le opzioni esotiche più comuni sono le opzioni path-dependant. Il payoff di questo tipo di opzioni dipende da come il prezzo dell'underlying si è mosso durante la vita dell'opzione.

Le opzioni path dependant più comuni sono le opzioni average-rate e le opzioni barriera. Le opzioni average-rate, anche chiamate opzioni asiatiche, sono opzioni il cui payoff è determinato dalla media del prezzo dell'underlying durante un periodo di tempo specificato in anticipo. Le opzioni barriera, invece, hanno un payoff che dipende dal fatto che il prezzo dell'underlying superi o meno un valore dato, detto barriera, prima della scadenza. In generale ci sono due tipi di opzioni barriera:

¹⁹ Mattiello C., Rebecca G., Spiller R., Triban L., op.cit.

- Le opzioni knock-in che prendono vita quando il prezzo dell'underlying raggiunge la barriera in un qualsiasi momento durante la vita dell'opzione;
- Le opzioni knock-out che cessano di esistere quando il prezzo dell'underlying raggiunge la barriera in un qualsiasi momento durante la vita dell'opzione.

L'esistenza della barriera abbassa la probabilità di esercizio e per questo motivo le opzioni barriera sono più economiche delle corrispondenti opzioni vanilla. Coloro che desiderano mantenere una parte del rischio all'interno della loro strategia di *Hedging* possono abbassare i propri costi usando questo tipo di opzioni.

3.7 I Credit derivatives

I credit derivatives si sono recentemente sviluppati in risposta alla crescente esigenza di banche, società finanziarie e investitori di controllare i rischi di insolvenza legati ai loro investimenti. Si tratta di strumenti finanziari che consentono di coprire il rischio di credito evitando il trasferimento del credito sottostante e il ricorso a forme di garanzia personale o reale.

Essi forniscono all'investitore un'assicurazione contro movimenti avversi nella qualità del credito del debitore poiché consentono di separare il rischio di credito dal titolo sottostante (obbligazione, prestito, ecc.) e lo trasformano in un titolo trasferibile. Infatti, se un debitore diventa insolvente, l'investitore subirà delle perdite dall'investimento, ma le perdite verranno compensate dai guadagni su questi strumenti derivati.

In alternativa, i credit derivatives permettono di assumere un rischio di credito verso una società senza dover sostenere quei costi necessari all'acquisizione del titolo o la concessione del prestito e i rischi legati al titolo (di mercato, di consegna, di cambio). Le tipologie di credit derivatives sviluppate finora possono venir ricondotte a sette fattispecie: credit default option, credit default swap, credit spread swap, credit spread option, credit-linked note, credit-linked warrant e total rate of return swap.

3.7.1 Rischiosità e regolamentazione dei credit derivatives

I credit derivatives permettono di estrapolare il rischio di credito dal titolo sottostante e, per tal via, contribuiscono a realizzare una più efficace gestione del rischio di credito.

Tuttavia, essi possono esporre l'utilizzatore a nuovi rischi finanziari poiché, come altri tipi di contratti over-the-counter, sono contratti finanziari stipulati direttamente fra due controparti e non negoziati in mercati ufficiali, sono soggetti, quindi, a rischi di tipo operativo, di controparte e di liquidità.

Il rischio di tipo operativo cui sono soggetti i credit derivatives deriva dal fatto che essi possono venir utilizzati a fini speculativi, invece che di copertura, mentre il rischio di controparte è legato all'eventualità che la controparte nel contratto derivato di credito possa fallire. Il rischio di liquidità si riferisce all'incertezza circa la possibilità di vendere o controbilanciare una precedente posizione in credit derivative ed è attualmente elevato poiché non esiste ancora un attivo mercato secondario per credit derivatives. Tuttavia, questa fonte di rischio è relativamente poco importante per operatori che utilizzano i credit derivatives a fini di copertura dato che solitamente tali strumenti vengono congegnati in modo da essere detenuti fino alla scadenza.

In linea di principio, lo sviluppo del mercato dei credit derivatives dovrebbe far sì che minori accantonamenti di capitale siano richiesti a banche che si coprano dal rischio di insolvenza utilizzando tali strumenti, ma l'attuale crisi finanziaria ne ha evidenziato i difetti, più che i pregi.

Vi è ancora notevole incertezza circa lo status dei credit derivatives sia a fini di regolamentazione sia per i requisiti di capitale da imporre alle banche che li utilizzano a fini di copertura.

Capitolo 4

Situazione italiana

Il mercato dei derivati alle imprese si è sviluppato, in Italia, a partire dagli anni novanta a seguito dell'accresciuta volatilità dei mercati finanziari e della maggior sensibilità alle tematiche del Risk Management. Le operazioni di copertura in derivati, il cui obiettivo dovrebbe essere quello di ridurre la volatilità dei flussi di cassa aziendali, hanno dato origine soprattutto nel periodo 2002-2005 a una serie di esposti trasmessi dalle imprese industriali alla CONSOB. In questi esposti le imprese lamentavano:

- La scarsa o mancata informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti derivati;
- L'inadeguatezza delle operazioni effettuate dagli intermediari per loro conto rispetto all'esigenza effettiva di copertura dei rischi;
- Le ingenti perdite subite a seguito delle operazioni effettuate;
- La subordinazione della concessione di credito all'acquisto dei derivati a copertura.

Gli esposti sono un segnale dei problemi che le imprese hanno dovuto affrontare dal 2002 in poi quando le operazioni in derivati hanno iniziato a generare perdite a volte

di importo anche elevato. Le lamentele e i problemi delle imprese relativi alla gestione delle loro posizioni in derivati sono stati portati pienamente alla luce a partire dall'estate del 2004 quando la stampa specializzata ha iniziato ad occuparsi del tema con una serie di articoli nei quali veniva evidenziato il problema dell'esposizione negativa delle imprese su operazioni in derivati di copertura e ipotizzato un atteggiamento da parte delle banche non sempre chiaro e conforme ai principi di diligenza e correttezza sanciti come obblighi dal Testo Unico della Finanza.

Nel settembre 2004 la Commissione Finanza della Camera dei Deputati ha avviato un'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione degli strumenti derivati.

L'indagine che ha portato all'audizione dei principali rappresentanti delle imprese (Confindustria), del mondo bancario (ABI) e delle autorità di vigilanza in materia (CONSOB e Banca d'Italia) si proponeva da un lato di verificare l'entità del fenomeno, data la mancanza di statistiche ufficiali, dall'altro di indagare sul corretto comportamento degli intermediari finanziari.

Sulla base dei problemi emersi alcuni intermediari hanno iniziato a ripensare le tradizionali modalità di commercializzazione dei prodotti derivati per le imprese. A tale cambiamento ha contribuito anche l'approvazione della Nuova Direttiva Europea 2004/39/CE sui Servizi di Investimento (MIFID) e il suo recepimento nell'assetto normativo nazionale.

L'altro fatto importante che potrebbe in qualche modo aver cambiato l'approccio delle banche e delle imprese alla commercializzazione dei prodotti derivati sono le innovazioni in materia di contabilizzazione. Da un lato l'introduzione degli IAS/IFRS dall'altro l'obbligo di indicare in nota integrativa il valore di mercato dovrebbe, infatti, accrescere la sensibilità di tutte le imprese alla valutazione e alle oscillazioni del valore di questi strumenti.

4.1 Il mercato dei derivati alle imprese

Gli strumenti derivati utilizzati dalle imprese per finalità di copertura appartengono per lo più alla categoria dei derivati OTC per i quali è piuttosto difficile arrivare ad una stima esatta dell'ammontare in gioco.

A livello internazionale, informazioni sui derivati OTC sono raccolte e pubblicate semestralmente dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS). La consistenza delle operazioni in derivati negoziate dalle banche segnalanti alla BIS è cresciuta ininterrottamente passando, in termini di valore nozionale, dai circa 95.000 miliardi di dollari nell'anno 2000 a circa 604.622 miliardi di dollari a metà 2009. La componente di maggiore rilevanza e più dinamica è costituita dai derivati su tassi di interesse che in termini di valore nozionale hanno un peso pari a circa il 72% del totale. Ai derivati sui tassi di cambio corrisponde una percentuale dell'8%. I derivati su azioni e indici azionari pesano per meno del 2% e il rimanente 18% è rappresentato da derivati su merci, Credit Default Swaps e altre tipologie di strumenti.

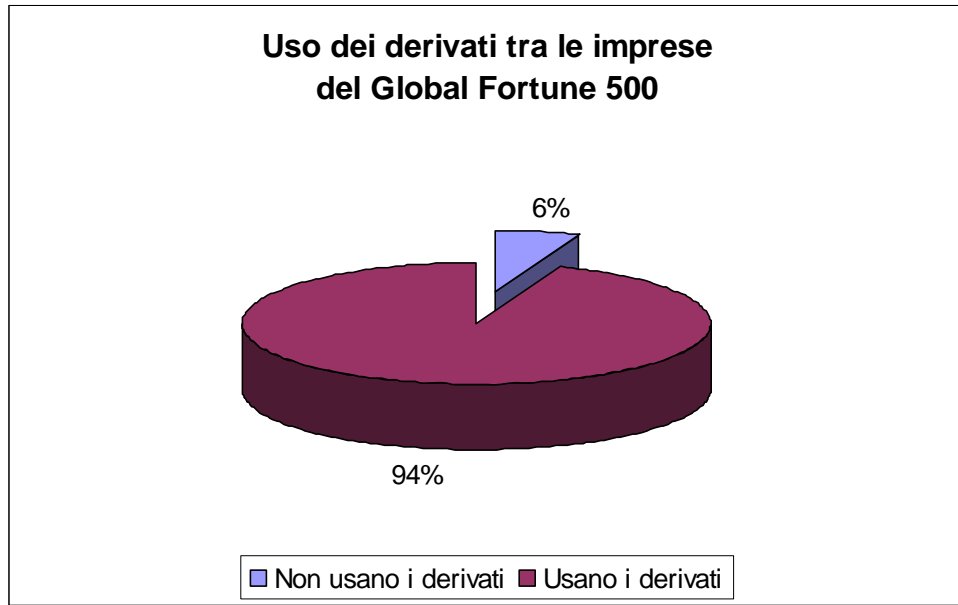
Tabella 4.1 - Derivati OTC in circolazione (dati in miliardi di dollari)

Risk Category/Instrument	Valori nominali					Valori di mercato				
	giu-07	dic-07	giu-08	dic-08	giu-09	giu-07	dic-07	giu-08	dic-08	giu-09
Total contracts	516,407	595,738	683,814	547,371	604,622	11,140	15,834	20,375	32,244	25,372
Foreign exchange contracts	48,645	56,238	62,983	44,200	48,775	1,345	1,807	2,262	3,591	2,470
Forwards and forex swaps	24,530	29,144	31,966	21,266	23,107	492,000	675,000	802,000	1,615	870,000
Currency swaps	12,312	14,347	16,307	13,322	15,072	619,000	817,000	1,071	1,421	1,211
Options	11,804	12,748	14,710	9,612	10,596	235,000	315,000	388,000	555,000	389,000
Interest rate contracts	347,312	393,138	458,304	385,896	437,198	6,063	7,177	9,263	18,011	15,478
Forward rate agreements	22,809	26,599	39,370	35,002	46,798	43,000	41,000	88,000	140,000	130,000
Interest rate swaps	272,216	309,588	356,772	309,760	341,886	5,321	6,183	8,056	16,436	13,934
Options	52,288	56,951	62,162	41,134	48,513	700,000	953,000	1,120	1,435	1,414
Equity-linked contracts	8,590	8,469	10,177	6,159	6,619	1,116	1,142	1,146	1,051	879,000
Forwards and swaps	2,470	2,233	2,657	1,553	1,709	240,000	239,000	283,000	323,000	225,000
Options	6,119	6,236	7,521	4,607	4,910	876,000	903,000	863,000	728,000	654,000
Commodity contracts	7,567	8,455	13,229	3,820	3,729	636,000	1,898	2,209	829,000	689,000
Gold	426,000	595,000	649,000	332,000	425,000	47,000	70,000	68,000	55,000	43,000
Other commodities	7,141	7,861	12,580	3,489	3,304	589,000	1,829	2,141	774,000	646,000
Forwards and swaps	3,447	5,085	7,561	1,995	1,772					
Options	3,694	2,776	5,019	1,493	1,533					
Credit default swaps	42,581	58,244	57,403	41,883	36,046	721,000	2,020	3,192	5,116	2,987
Single-name instruments	24,239	32,486	33,412	25,740	24,112	406,000	1,158	1,901	3,263	1,953
Multi-name instruments	18,341	25,757	23,991	16,143	11,934	315,000	862,000	1,291	1,854	1,034
Unallocated	61,713	71,194	81,719	65,413	72,255	1,259	1,790	2,303	3,645	2,868
Memorandum Item:										
Gross Credit Exposure						2,672	3,256	3,859	4,555	3,744

Fonte: BIS Quarterly Review December 2009

Il mercato internazionale dei derivati è un mercato prevalentemente all'ingrosso dove operano le grandi istituzioni finanziarie. L'utilizzo dei derivati da parte delle imprese è comunque in crescita e l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), in un'indagine a livello internazionale condotta nell'aprile del 2009, ha stimato che il 94 per cento delle prime 500 imprese del mondo utilizza strumenti derivati per finalità prevalentemente di copertura.

Figura 4.1 - Uso dei derivati tra le prime 500 imprese al mondo



Fonte: ISDA, "2009 Derivatives Usage Survey"

Con specifico riferimento all'Italia, dati relativi al mercato dei derivati sono disponibili nelle segnalazioni di vigilanza della Banca d'Italia (Tabella 4.2). In termini di valore nozionale, a giugno 2009 l'ammontare dei derivati in circolazione era pari a circa 9537,2 miliardi di dollari per quanto riguarda i derivati finanziari e 738,7 per i derivati creditizi.

I dati confermano inoltre per l'Italia quanto già emerso a livello internazionale: i derivati sui tassi d'interesse rappresentano la parte più rilevante del totale dei derivati finanziari rappresentandone l'86% mentre i derivati sui cambi si attestano al 10,5% circa e il rimanente 3,5% spetta ai derivati su azioni e merci.

Tabella 4.2 - Contratti derivati in Italia per categoria di rischio (nozionali in mld di dollari)

Categoria di rischio	Fine dicembre 2008	Fine giugno 2009	Variaz.perc.le giugno'09/dicembre'08	Quota % giu. 2009
Derivati finanziari				
Cambi	1.059,00	1.007,20	-4,9	10,5
Tassi d'interesse	8.618,50	8.218,00	-4,6	86,2
Azioni e merci	307	312	1,6	3,3
TOTALE	9.984,50	9.537,20	-4,50	100,00
Derivati creditizi				
CDS comprati	395,3	367,9	-6,9	49,8
CDS venduti	400,3	370,8	-7,4	50,2
TOTALE	795,6	738,7	-7,1	100

Fonte: Banca d'Italia "Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2009"

Per quanto riguarda la natura della controparte, i dati Banca d'Italia e Ufficio Italiano dei Cambi evidenziano come più del 90% delle transazioni viene effettuato tra istituzioni finanziarie.

Tabella 4.3 - Contratti derivati per controparte (nozionali in mld di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota	Importo	Quota
Cambi	897,6	89,1%	109,6	10,9%
Tassi d'interesse	7.750,20	94,3%	467,80	5,7%
Azioni	278,7	91,1%	27,1	8,9%

Fonte: Banca d'Italia "Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2009"

4.2 Indagine conoscitiva del 2004

Mentre i dati della Banca d'Italia sono raccolti con cadenza periodica ma, prevalentemente con la finalità di verificare la stabilità del sistema bancario, l'ABI e la CONSOB hanno invece avviato, in risposta ai quesiti posti dalla commissione Finanza, delle consultazioni una tantum presso il sistema bancario italiano con l'obiettivo di arrivare ad una più chiara comprensione di quali siano effettivamente le posizioni aperte dalle imprese italiane in operazioni di derivati a fini di copertura.

L'indagine ABI è stata condotta su un campione di sette banche italiane che rappresentano per attivo di bilancio più del 40 per cento del sistema bancario e che sono ritenute essere le banche più attivamente coinvolte nell'offerta di derivati alle imprese e agli Enti Locali. Le informazioni si riferiscono alla situazione in essere al 30 giugno 2004.

Dai risultati dell'indagine condotta dall'ABI (Tabella 4.4) emerge che i derivati negoziati con le imprese rappresentavano, a giugno 2004, il 2% del totale dei derivati in essere presso il sistema bancario.

Il numero di imprese di piccole e medie dimensioni che avevano in essere posizioni in derivati era pari a più di 36.000 e cioè l'1% rispetto al totale delle PMI. Ai fini dell'indagine ABI sono state considerate PMI le imprese aventi al massimo 250 dipendenti ed un fatturato inferiore ai 40 milioni di Euro. La percentuale del 1% è stata calcolata considerando un numero di piccole e medie imprese di 4.221.414 come da fonti ISTAT (dato riferito al 2002). Le imprese in questione avevano un fatturato medio di circa 8 milioni di Euro e finanziamenti erogati per circa 1 milione di Euro. I contratti derivati stipulati ammontavano a circa il 40% dei finanziamenti erogati e risultavano conclusi prevalentemente per finalità di copertura (90%). Il 91% delle imprese che avevano stipulato contratti derivati erano classificate come operatore qualificato.

Tabella 4.4 - I risultati dell'indagine ABI sull'utilizzo dei derivati da parte delle PMI

Numero PMI con derivati	36.769
-Percentuale rispetto al totale delle PMI	1%
-Dimensione media del fatturato	7,87 milioni di Euro
-Ammontare medio dei finanziamenti erogati	1,1 milioni di Euro
-Percentuale dei finanziamenti coperti	39,6%
-Percentuale di imprese classificate come "operatore qualificato"	91%
-Numero di contratti derivati conclusi con le PMI	69.084
-Valore nozionale	89,4 miliardi di Euro
-Valore nozionale medio	1,3 milioni di Euro
-Percentuale dei contratti in essere confinalità di copertura	90,8%
-Valore nozionale degli strumenti derivati presso il sistema bancario	4367miliardidiEuro
-Percentuale di derivati conle PMI	2%

Fonte: Fonte: Elaborazione ABI su dati forniti dalle banche al 30/6/04

Quanto alle tipologie contrattuali, l'83,6% del totale dei contratti stipulati era rappresentato da derivati su tassi di interesse e il 14,3% da derivati su cambi.

L'indagine svolta dalla CONSOB ha invece riguardato i primi 10 gruppi bancari italiani, cui si stima facciano capo il 65% del totale delle posizioni in essere presso le banche in contropartita con soggetti non finanziari. Dall'indagine Consob sono emersi i seguenti dati:

- I clienti non istituzionali (imprese non finanziarie, enti pubblici, clientela retail) che hanno acquistato derivati sono all'incirca 50.000;
- Nel 80% dei casi i contratti stipulati presentavano, al 30 giugno 2004, un valore negativo per le imprese clienti per un ammontare complessivo pari a più di 4 miliardi di Euro;
- Il 75% delle posizioni, pari al 96% delle posizioni in termini di nozionale, è riconducibile a clienti classificati come operatori qualificati;

Dei 50.000 clienti non istituzionali che hanno acquistato derivati la netta maggioranza è rappresentata dalle imprese non finanziarie (più di 40.000 soggetti) cui è riconducibile l'82% delle posizioni in termini di valore nozionale. Nel 92% dei casi i contratti stipulati hanno avuto per oggetto derivati su tassi di interesse.

Per quanto riguarda la suddivisione delle imprese clienti per fasce dimensionali (Tabella 4.5), l'indagine CONSOB ha rilevato che:

- con riferimento al numero di contratti, circa il 50% delle operazioni (19.000 soggetti) è stato stipulato da imprese di piccole dimensioni (con un fatturato massimo di 5 milioni di euro); i contratti riconducibili alle piccole imprese pesano però per meno del 20% del valore nozionale totale; il valore medio dei contratti stipulati dalle piccole imprese è di 1 milione di euro;
- Le medie (fatturato non superiore a 50 milioni di euro) e le grandi imprese si ripartiscono in maniera pressoché uguale il rimanente 80% del mercato. La dimensione media dei contratti in termini di valore nozionale, è di circa 3 milioni di euro, per le medie imprese, e 9 milioni di euro per le grandi imprese;
- Il mark to market negativo medio è pari a 30.000 euro per le piccole imprese, 100.000 euro per le medie imprese e circa 260.000 euro per le grandi imprese;
- Il numero medio di contratti in essere è poco superiore all'unità per le piccole imprese e pari a circa 2 operazioni per le medie e grandi imprese.

Tabella 4.5 - L'utilizzo dei derivati: suddivisione delle imprese per fasce dimensionali

	Piccole imprese	Medie imprese	Grandi imprese	Totale imprese	Enti pubblici
Numero soggetti	19.000			40.000	900
% sul valore nozionale	20%	40%	40%		
Dimensione media contratti	1.000.000	3.000.000	9.000.000	2.600.000	12.000.000
Mark to market negativo medio	30.000	100.000	260.000	76.000	430.000
Numero medio contratti in essere	1	2	2		

Fonte: Consob audizione alla Camera dei Deputati, 12 gennaio 2005

4.2.1 Il mercato dei derivati agli enti pubblici

Passando a considerare la categoria degli Enti pubblici sui cui si soffermano sia l'indagine ABI che quella Consob, la Tabella 4.6 mostra che il numero di enti locali

con in essere posizione in derivati è pari a circa 800 (pari a circa il 10% degli Enti Locali Italiani). L'attività di copertura ha riguardato soprattutto il rischio di interesse e gli strumenti più utilizzati sono stati gli IRS sia plain vanilla che strutturati.

Tabella 4.6 - I derivati agli Enti Locali

Numero Enti Locali con derivati	831
-Percentuale rispetto al totale degli Enti Locali Italiani	10,30%
-Ammontare medio dei finanziamenti erogati	79,7 milioni di euro
-Percentuale dei finanziamenti coperti	39,60%
Numero di contratti derivati conclusi	1.143
-Valore nominale	14,813 miliardi di euro
-Valore nominale medio	13 milioni di euro

Fonte : Elaborazione Abi su dati forniti dalle banche al 30/06/04

I dati della Consob confermano quanto appena rilevato: circa 900 soggetti hanno stipulato contratti derivati. La dimensione media dei contratti stipulati dagli Enti pubblici è elevata, 12 milioni di Euro. Anche tra gli Enti pubblici al 30 giugno 2004 la maggioranza dei soggetti (78%) ha contratti con valori di mercato negativo per un valore medio pari a 430.000 Euro.

Le ragioni del massiccio ricorso degli Enti pubblici, e all'interno di essi in misura preponderante degli Enti locali, al mercato dei derivati possono essere rintracciate nei mutamenti normativi e nei cambiamenti di finanza pubblica intervenuti dagli anni novanta in poi.

Fino agli inizi degli anni novanta, infatti, gli Enti locali si finanziavano in maniera preponderante attraverso mutui a tasso fisso. A partire dagli inizi degli anni novanta, la progressiva riduzione dei trasferimenti statali, l'imposizione di vincoli di spesa e la riduzione dei tassi di interesse hanno indotto gli Enti Locali a adottare forme di gestione delle loro passività più sofisticate.

Altra importante novità ai fini dello sviluppo del mercato dei derivati degli Enti Pubblici, è stata la legge finanziaria del 2002 che ha aperto loro la possibilità di finanziarsi sul mercato obbligazionario emettendo titoli con rimborso del capitale totalmente a scadenza (titoli bullet). La stessa legge prevedeva a questo proposito

l'obbligo per gli Enti emittenti titoli bullet di costituire un fondo ammortamento o di effettuare uno swap per trasformare il titolo obbligazionario bullet in un titolo con piano di ammortamento aprendo così, di fatto, la strada all'utilizzo degli interest rate swap.

Il D.M 389/2003 è tornato sul problema dell'utilizzo dei derivati da parte degli Enti Locali nell'intento di porre fine a quello che era divenuto un uso improprio dei derivati. I principi in essa contenuti sono così riassumibili:

- Obbligo di effettuare swap in valuta a copertura del rischio di cambio per le passività in valute diverse dall'Euro;
- Possibilità di utilizzare i derivati solo per finalità di copertura. Ciò implica che il valore nozionale del contratto derivato deve corrispondere al valore delle passività gestite;
- Possibilità di utilizzare esclusivamente contratti plain vanilla;
- Possibilità di utilizzare derivati per effettuare operazioni di ristrutturazione del debito solo se queste non prevedono una scadenza posteriore a quella della passività sottostante;
- Divieti di stipulare operazioni di ristrutturazione del debito che comportino l'incasso, per l'Ente Locale, di un premio upfront superiore all'1% delle passività sottostanti;

In sostanza con il DM 389/2003 il Ministero dell'Economia e delle Finanze è intervenuto a porre alcune regole nell'utilizzo da parte degli Enti Locali dei contratti derivati che, dopo la liberalizzazione intervenuta con la legge finanziaria del 2002, aveva dato origine a comportamenti speculativi in cui i derivati venivano utilizzati per incassare premi up-front e spostare l'onere del debito su periodi successivi senza un'effettiva corrispondenza tra derivato e posizione da coprire. Questi derivati caratterizzati spesso dalla presenza di posizioni in vendita su opzioni erano caratterizzati da profili di rischio elevati e dalla possibilità di assumere, come accaduto in alcuni casi, valori di mercato molto negativi qualora eventi ritenuti estremi e poco probabili si fossero poi in realtà realizzati.

4.3 Il quadro normativo di riferimento

4.3.1 Il Testo Unico della Finanza e il regolamento CONSOB 11522

Ai sensi dell'art. 1 del Testo Unico della Finanza (TUF) i contratti derivati sono classificati tra gli strumenti finanziari. Alla vendita dei contratti derivati da parte degli intermediari al pubblico, configurabile come servizio di investimento, si applicano pertanto le disposizioni previste dal Testo Unico della Finanza e dai relativi regolamenti attuativi Consob.

La normativa contenuta nel TUF prevede alcuni principi generali che si applicano a tutte le categorie di investitori, indipendentemente dalla loro esperienza professionale e dalla loro conoscenza dei mercati finanziari e altre norme che si applicano invece solo nei confronti di quegli investitori meritevoli di una particolare tutela data la loro limitata conoscenza dei mercati finanziari.

Quanto ai principi generali che valgono per tutte le categorie di investitori, l'art.21 del TUF stabilisce che, indipendentemente dalla natura degli investitori, gli intermediari devono:

- Comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- Acquisire, dai clienti, le informazioni necessarie ad operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- Organizzarsi in modo da ridurre al minimo i conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- Disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- Svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Fatti salvi questi principi generali, la normativa sui servizi di investimento si applica poi, come detto, in maniera graduale a secondo della tipologia di operatore controparte. Il testo unico della finanza distingue a questo proposito tra due categorie di operatori: gli operatori qualificati e gli operatori non qualificati.

L'art. 31 comma 2 del Regolamento Consob 11522/98 definisce il concetto di operatore qualificato distinguendone due categorie:

- Gli operatori che sono di per se professionali salvo che chiedano di essere trattati come non professionali;
- Gli operatori che possono essere trattati come professionali solo se lo richiedono espressamente.

Appartengono alla prima categoria: gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, i promotori finanziari. Gli operatori considerati di per sé professionali sono, in sostanza, soggetti che a vario titolo operano nel settore finanziario e che quindi possiedono per loro natura requisiti di professionalità ed esperienza.

Appartengono alla seconda categoria tutte le società o persone giuridiche in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.

La categoria di operatori oggetto della presente indagine, le piccole e medie imprese e gli enti locali, potrebbero appartenere alla seconda categoria. Gli enti locali, in virtù della possibilità loro concessa di emettere strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, potrebbero anche essere ricondotti alla prima categoria. Tutti gli intermediari finanziari oggetto delle indagini prima richiamate hanno però dichiarato che, in virtù della particolare natura del soggetto “ente locale” hanno cercato di verificare di volta in volta la presenza effettiva del requisito della professionalità.

Da quanto emerso dalle indagini condotte presso i vari intermediari, più del 90% dei clienti PMI e Enti locali sono stati di fatto classificati come operatori qualificati.

4.3.2 Le novità introdotte dalla MIFID

Come già sottolineato in precedenza dai dati raccolti dalle varie autorità e associazioni di categoria, è emerso che circa il 90% delle piccole e medie imprese cui sono stati venduti contratti derivati sono state classificate come operatori qualificati. A fronte di ciò tutte le banche hanno dichiarato di aver classificato i propri clienti come professionali solo dopo aver effettivamente accertato l'esistenza dei requisiti di esperienza e competenza in materia finanziaria.

Diversa l'opinione di Confindustria che, sempre nella citata audizione alla Camera dei Deputati, ha sottolineato come il procedimento di classificazione delle imprese in operatori qualificati si sia spesso concretizzato nella sola richiesta alle imprese di firmare un'autocertificazione senza che a monte di ciò ci fosse un effettivo accertamento dei requisiti di professionalità. Ciò ha portato a classificare come qualificate anche imprese che non avevano i requisiti per comprendere i prodotti loro venduti e che hanno conseguentemente effettuato operazioni non adeguate.

Una novità significativa della MIFID è proprio quella di introdurre criteri "quantitativi" ai fini della definizione di operatore qualificato. La MIFID conserva l'impostazione del Testo Unico della Finanza che prevede una diversa tutela da parte degli intermediari in relazione al grado di conoscenza ed esperienza degli investitori ma introduce nuovi criteri di classificazione dei clienti.

In particolare la MIFID individua tre categorie di clienti:

1. I clienti retail
2. I clienti professionali
3. Le controparti eleggibili.

Come nel TUF, ai clienti retail viene accordato il massimo livello di protezione. I clienti professionali sono giudicati avere un grado di conoscenza e di esperienza nei mercati finanziari che li rende capaci di giudicare i rischi degli strumenti finanziari. I clienti professionali necessitano quindi di un minore livello di protezione. Le controparti eleggibili sono imprese di investimento e altri intermediari finanziari che

hanno competenze specifiche nei mercati finanziari e per le quali quindi il legislatore interviene con obblighi di tutela minimi.

I clienti professionali sono a loro volta distinti in due categorie:

- I clienti per loro natura professionali
- I clienti che su richiesta possono essere trattati come professionali

Appartengono alla categoria dei clienti per loro natura professionali:

1. I soggetti che devono ottenere un'autorizzazione o sono soggetti a regolamentazione per poter operare nei mercati finanziari. Rientrano in questa categoria gli enti creditizi, le imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi, gli organismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi, i negozianti per conto proprio di merci e di strumenti derivati su merci, i membri di una borsa, gli altri investitori istituzionali
2. Le imprese di grandi dimensioni che ottemperano a livello di singola società ad almeno due dei seguenti criteri:
 - Totale di bilancio superiore a 20 milioni di Euro
 - Fatturato netto superiore a 40 milioni di Euro
 - Fondi propri superiori a 2 milioni di Euro
3. I governi nazionali e regionali e gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali
4. Altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari.

Nei confronti delle imprese di grandi dimensioni le imprese di investimento hanno un obbligo informativo preventivo. Prima di iniziare la prestazione dei servizi di investimento le istituzioni finanziarie dovranno, infatti, informare l'impresa che, in base ai dati rilevati, verrà considerata come professionale e di conseguenza soggetta alla minore tutela prevista per questa categoria di operatori. Le istituzioni finanziarie

hanno anche l'obbligo, sempre in via preventiva, di informare le imprese classificate come professionali, circa la possibilità di essere considerate non professionali e beneficiare così della maggiore tutela.

Gli intermediari finanziari hanno l'obbligo di notificare ai nuovi clienti e ai vecchi clienti la loro categoria di appartenenza e i relativi livelli di protezione così che essi possano decidere di optare eventualmente per un diverso grado di protezione e una nuova classificazione.

Appartengono alla seconda categoria, i clienti che su richiesta possono essere considerati professionali, tutti i soggetti che richiedono esplicitamente di essere trattati come professionali. In base alla nuova direttiva, l'inserimento nella categoria dei clienti professionali potrà però avvenire solo dopo che gli intermediari hanno effettuato un'adeguata valutazione della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente. A tal fine la direttiva prevede uno specifico test di competenza dall'esito del quale, per poter classificare un cliente come professionale, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti criteri:

- Significativa operatività per frequenza e dimensione testimoniate dal fatto che il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nell'ultimo anno;
- Valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusa la liquidità, non inferiore a 500.000 Euro;
- Qualificata esperienza nel settore testimoniata dal fatto che il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione che presuppone la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

Rispetto a quanto previsto dal TUF è da sottolineare come nell'attribuzione della qualifica di cliente professionale, si faccia riferimento a misure quantitative e non più a una generica verifica da parte dell'intermediario della "sufficiente esperienza e conoscenza dei mercati finanziari". La nuova direttiva implica, con riferimento specifico alle imprese, che al di sotto di una certa soglia dimensionale esse devono

naturalmente essere classificate all'interno della categoria dei clienti non professionali. Qualora poi l'intermediario voglia procedere al trattamento delle imprese di piccole dimensioni come professionali, non è più possibile basarsi sulla semplice autocertificazione ma è necessario accertare e documentare i requisiti di professionalità ed esperienza dell'impresa in materia di investimenti finanziari.

La rinuncia alle tutele spettanti ai clienti al dettaglio è poi subordinata all'espletamento di una procedura formale piuttosto lunga.

Nel caso di clienti già classificati come professionali, le imprese di investimento possono continuare a ritenerli tali se le procedure con cui sono stati classificati siano simili a quelle previste dalla nuova Direttiva.

Infine, in caso di perdita dei requisiti necessari per essere classificati tra i clienti professionali è compito dell'impresa informare l'intermediario. Qualora però una banca ravvisi il venire meno dei requisiti senza esser stata informata ha il dovere di mettere in atto provvedimenti appropriati.

4.4 La rappresentazione in bilancio degli strumenti derivati fino al 2005

Prima delle novità introdotte dal D.Lgs. 394/2003 e dai principi contabili internazionali, la rappresentazione in bilancio degli strumenti derivati disegnata dalla disciplina nazionale era estremamente lacunosa, specie per la generalità delle imprese (non finanziarie e non quotate). Per le società non finanziarie non quotate, infatti, non erano previste norme specifiche sulla materia, pertanto, era necessario fare esclusivo riferimento ai principi generali di redazione del bilancio dettati dal Codice Civile.

Sulla base di tali regole generali, i derivati sono da considerarsi delle poste fuori bilancio, che non trovano alcuna rappresentazione nello stato patrimoniale. Semplicemente le imprese sono tenute a contabilizzare a conto economico la quota degli oneri e dei proventi rinvenenti dagli strumenti derivati, realizzati o maturati alla data di redazione del bilancio.

Da ultimo, ma non certo per importanza, è necessario sottolineare come fino all'entrata in vigore del D.Lgs. 394/2003 il quadro normativo non prevedesse alcun obbligo di inserire nella nota integrativa informazioni specifiche sull'operatività in derivati dell'impresa, che in buona sostanza risultava del tutto invisibile al lettore del bilancio.

Più articolata, invece, era la disciplina prevista per le società non finanziarie quotate che dovevano seguire in tema di contabilizzazione dei derivati le norme che definivano la redazione del bilancio da parte delle banche.

La disciplina in questione, innanzitutto prevedeva un trattamento contabile diverso a seconda che lo strumento derivato fosse stato acquistato con finalità di copertura oppure con finalità speculative. Affinché un'operazione potesse essere considerata di copertura, occorreva che:

- Sussistesse l'intento della società di porla in essere a tal fine;
- Sussistesse un'elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie delle attività e passività coperte e quelle del contratto di copertura;

- I due precedenti requisiti fossero documentati da evidenze interne della società.

Per gli strumenti derivati classificati come di copertura, il criterio da adottarsi nella rilevazione a conto economico dei proventi e degli oneri era quello della “similitudine” con lo strumento coperto.

In base al citato criterio della “similitudine”, a stato patrimoniale i derivati di copertura andavano rilevati con lo stesso criterio adottato per le attività (passività) coperte e quindi al costo storico. Nella sostanza, essendo tale valore pari a zero, non si procedeva ad alcuna rilevazione.

4.5 Le novità introdotte dal D.Lgs. 394/2003 e dal principio contabile n. 3

Entriamo ora nello specifico dell'analisi delle novità introdotte dal legislatore nazionale in materia di disclosure sugli strumenti derivati. Il D. Lgs. 394/2003 ha modificato il Codice Civile attraverso l'introduzione dell'art. 2427-bis c.c. e l'integrazione dell'art. 2428 c.c.. Il nuovo art. 2427-bis c.c., intitolato "informazioni relative al valore equo degli strumenti finanziari", richiede l'indicazione nella nota integrativa del fair value di tutte le categorie di strumenti derivati in cui l'impresa è controparte, nonché l'inserimento di ulteriori informazioni sulla loro entità e la loro natura (comma 1). Tali disposizioni, peraltro, non si applicano alle imprese di minori dimensioni, che ai sensi dell'art. 2435 c.c. redigono il bilancio in forma abbreviata. Circa le definizioni di strumento finanziario, strumento derivato e fair value l'articolo rimanda esplicitamente alle relative definizioni previste dai principi contabili internazionali IAS/IFRS (comma 5).

I principi contabili rilevanti in tal senso sono lo IAS 32 e lo IAS 39. In particolare, lo IAS 32 definisce uno strumento finanziario come *"un qualsiasi contratto che dia origine a un'attività finanziaria per un'entità e una passività finanziaria o uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra entità"*.

Alla definizione di strumento finanziario è legata la definizione di strumento derivato che ne rappresenta, infatti, una delle componenti. In particolare lo IAS 39 definisce un derivato come uno strumento finanziario che presenta tutte e tre *"[...] le seguenti caratteristiche:*

- *Il suo valore si modifica al variare di specifici tassi d'interesse, di prezzi di altri strumenti finanziari o di beni, di tassi di cambio, di indici di prezzi o di tassi, rating o indici creditizi, o, infine, altre variabili a condizione che, quando queste ultime non siano di carattere finanziario, non si riferiscano ad una delle parti contraenti del contratto sottostante il derivato stesso;*

- *Non richiede investimenti iniziali ovvero li richiede per un ammontare molto inferiore rispetto a quello che sarebbe necessario per altri tipi di contratti o strumenti in grado di riprodurre i medesimi risultati (in termini di rendimento) o variazioni ai cambiamenti nei sopra indicati fattori di mercato;*
- *È regolato ad una data futura.”.*

Infine lo IAS 32 fornisce la seguente definizione di fair value: *“il fair value è il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili”.*

L’art. 2427-bis c.c. individua diverse modalità di determinazione del fair value. Più precisamente il comma 3 del suddetto art. 2427-bis c.c. prevede che “il fair value è determinato con riferimento:

- Al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;
- Al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato.”.

Il successivo comma 4 prevede che il fair value non è determinato se l’applicazione dei criteri indicati al comma precedente non dà un risultato attendibile.

Per quanto concerne le ulteriori informazioni da fornire sugli strumenti derivati in nota integrativa, il riferimento è il nuovo principio contabile n. 3 emanato dall’Organismo Italiano di Contabilità (OIC) nel marzo 2006 e intitolato appunto “informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione”. Il principio richiede innanzi tutto che le informazioni in

questione siano fornite distinguendo le operazioni in derivati aventi finalità di copertura da quelle aventi finalità speculative. Una volta distinti i contratti in ragione della loro finalità, il principio contabile n. 3 richiede di raggruppare ulteriormente gli strumenti derivati per caratteristiche contrattuali degli strumenti e per tipologia di rischio sottostante. In particolare l’OIC suggerisce di fornire le informazioni richieste in forma tabellare.

Tabella 4.7 - Le informazioni sui derivati da fornire in nota integrativa

Sottostante	Tassi di interesse e titoli di debito			Titoli di capitale e indici azionari			Tassi di cambio			Crediti			Altri valori	
	Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value
Tipologia operazioni	Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.
A) Derivati quotati														
<i>Derivati finanziari:</i>														
future														
-acquisti														
-vendite														
opzioni														
-acquisti														
-vendite														
Totale A														
B) Derivati non quotati														
<i>Derivati finanziari:</i>														
contratti a termine														
-acquisti														
-vendite														
fra														
-acquisti														
-vendite														
swap														
-acquisti														
-vendite														
opzioni														
-acquisti														
-vendite														
altri														
-acquisti														
-vendite														
<i>Derivati creditizi:</i>														
tror														
-acquisti														
-vendite														
cds														
-acquisti														
-vendite														
altri														
-acquisti														
-vendite														
Totale B														
Totale A+B														

Fonte: OIC principio contabile n.3

Come già anticipato il D.Lgs. 394/2003 ha anche integrato l’art. 2428 c.c. al quale è stato aggiunto il punto 6-bis. Il nuovo articolo prescrive che gli amministratori, nella relazione sulla gestione di corredo al bilancio, debbano illustrare, in relazione all’uso di strumenti finanziari e/o ai fini della valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria, quanto segue:

- Gli obiettivi e le politiche dell’entità in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;

- L'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità, e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

Le suddette informazioni non sono richieste per le imprese che ai sensi dell'art. 2435-bis c.c. redigono il bilancio in forma abbreviata e che nel rispetto del comma 6 del suddetto articolo sono esonerate dalla redazione della relazione sulla gestione.

Ai fini della concreta applicazione delle disposizioni richiamate, bisogna rifarsi a quanto disposto dal già citato principio contabile n. 3 dell'OIC, che anche su questo tema si ispira esplicitamente ai principi contabili internazionali (IAS 32 e IFRS 7).

In particolare, il principio contabile n. 3 stabilisce che in relazione alle politiche connesse alle diverse attività di copertura occorre fornire un'illustrazione di dettaglio del contesto di riferimento in cui l'entità opera, nonché procedere ad un'analisi delle principali classi di rischio e grandezze in essere e delle politiche adottate per il controllo dei rischi associati agli strumenti finanziari. Tale illustrazione deve includere le informazioni relative alle:

- Politiche sulla copertura dell'esposizione ai rischi;
- Attività e passività finanziarie oggetto di copertura dei rischi;
- Tipologie di strumenti finanziari utilizzati per la copertura dei rischi.

In particolare, devono essere rappresentate le politiche generali di risk management e la loro integrazione ed interrelazione con i processi gestionali e di business, le attribuzioni di responsabilità all'interno dell'impresa in materia di gestione dei rischi, nonché le politiche finalizzate a modulare le priorità dei diversi livelli di rischio, indicando per i rischi chiave le modalità di comunicazione ai vertici aziendali.

Capitolo 5

L'uso dei derivati nelle PMI del Nord Italia

5.1 Obiettivi della Survey

L'indagine trae origine dal vuoto informativo circa le pratiche di gestione dei rischi tramite derivati nelle PMI italiane. L'obiettivo della ricerca è dunque quello di comprendere la percezione che le imprese hanno del rischio e indagare lo stato di diffusione delle tecniche e degli strumenti finalizzati alla protezione di una specifica tipologia di rischio. Le normative contabili vigenti in Italia, infatti, non impongono alle società di piccole e medie dimensioni l'inserimento esplicito nei propri bilanci di informazioni relative all'utilizzo di strategie di gestione del rischio. Tali strategie possono essere classificate in due grandi categorie, in base alla tipologia di strumenti utilizzati. La prima è rappresentata dall'utilizzo di strumenti "on-balance-sheet", ovvero strumenti il cui utilizzo può essere verificato all'interno dei bilanci delle società (possesso di risorse liquide in valuta, localizzazione di siti produttivi in

diverse aree del pianeta, ecc.). Un secondo gruppo, invece, è riconducibile all'utilizzo dei così detti "off-balance-sheet instruments", ossia tutti quegli strumenti, fra cui anche i derivati, la cui contabilizzazione non è richiesta dalle normative contabili attuali. Nell'economia moderna il ricorso a questo secondo insieme di strumenti è senza dubbio predominante. Una verifica indiretta di questo fenomeno è la crescita esponenziale del valore degli strumenti "off-balance-sheet" trattati sui mercati finanziari internazionali. Sfortunatamente, questa rapida evoluzione non è stata supportata dallo sviluppo congiunto di un'informativa societaria in grado di tenere sotto controllo il fenomeno. Il risultato della mancanza di informazioni su queste politiche finanziarie si manifesta nella difficile valutazione del contenuto di rischio a cui un'impresa è soggetta che, a sua volta, si riflette in una problematica valutazione del valore delle imprese stesse.

Identificata l'esistenza di questo vuoto informativo, il Politecnico di Milano, ha deciso di realizzare una ricerca con l'obiettivo di creare un database contenente informazioni utili per lo studio delle strategie di financial risk management delle società italiane che, fino ad oggi, non erano disponibili alla comunità finanziaria.

I dati raccolti, opportunamente elaborati, permettono, infatti, di tracciare un quadro completo delle modalità con cui viene trattata la gestione dei rischi finanziari nelle imprese di piccole e medie dimensioni in Italia.

5.2 Scelta del campione

5.2.1 Scelta del target

Il target di imprese cui ci si riferisce in questa ricerca è rappresentato dall'insieme delle società italiane, non finanziarie di piccole e medie dimensioni.

Specificando la prima condizione si è deciso di limitare la localizzazione delle imprese target dell'indagine all'area del Nord Italia. Tale scelta presenta un vantaggio, legato alla centralità finanziaria della piazza milanese e all'importanza

dell'imprenditoria locale, che contribuisce non solo a definire un campione rappresentativo del sistema Paese ma, soprattutto, ad offrire segnali anticipatori di nuove tendenze e di possibili cambiamenti.

Passando alla seconda condizione, si rivolge l'attenzione alle sole imprese operanti in settori industriali e di servizi. Questa restrizione deriva dal diverso comportamento che le imprese finanziarie hanno nei confronti degli strumenti di copertura. Queste ultime non solo fanno largo uso di tali strumenti, ma sono impegnate anche nella loro "costruzione" e vendita. Questo fenomeno altera completamente sia il fine che le modalità di utilizzo degli strumenti di gestione del rischio.

Il campione deve essere poi ulteriormente ridotto dall'introduzione di un limite dimensionale. Si è deciso di limitare il campione alle Piccole e Medie imprese facendo esplicito riferimento alla raccomandazione 1442 del 6 maggio 2003 della Commissione Europea. In base a tale raccomandazione si definisce:

- Media impresa, quando il numero dei dipendenti è inferiore a 250, quando il fatturato annuo non supera i 50 milioni di Euro o il totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale non supera i 43 milioni di Euro.
- Piccola impresa, quando il numero di dipendenti è inferiore a 50, quando il fatturato annuo o il totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale annuo non superino i 10 milioni di Euro;
- Microimpresa, quando il numero dei dipendenti è inferiore a 10, quando il fatturato annuo o il totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale annuo non superino i 2 milioni di Euro.

Il criterio basato sul numero di dipendenti è evidentemente il più significativo, tuttavia, per poter comprendere al meglio le dinamiche dell'impresa sotto un'ottica di risultati e di posizionamento rispetto ai concorrenti, alcuni criteri finanziari hanno svolto un ruolo altrettanto importante. Di fatto, nelle definizioni precedenti, sono stati inseriti dei limiti sia di fatturato che di totale di bilancio. La necessità di prendere in considerazione entrambi i valori nasce dalle differenze di fatturato presenti tra i diversi settori.

In base a questa definizione sono quindi state selezionate le imprese con un numero di dipendenti compreso tra 10 e 250, nonché con un livello di fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio compreso tra 2 e 43 milioni di Euro. In questo modo sono state escluse le microimprese poiché è stato ritenuto non significativo indagare l'utilizzo dei derivati all'interno di questa classe dimensionale.

5.2.2 Scelta della modalità di indagine

Una volta individuato il target di riferimento per lo studio, lo step successivo consiste nella determinazione della base di imprese da cui estrapolare il campione vero e proprio. Si è scelto di utilizzare come fonte principale per questo tipo di informazioni la banca dati AIDA. La banca dati AIDA, Analisi informatizzata aziende italiane, è prodotta da Bureau Van Dijk Electronic Publishing e contiene i bilanci e altri rapporti commerciali e societari di oltre 200.000 società di capitali operanti in Italia.

Incrociando i dati delle imprese facenti parte del database con i criteri di selezione esposti nel paragrafo precedente si è giunti ad un campione di 691 imprese. Soltanto 15 imprese sono state eliminate dal campione finale perché in liquidazione oppure facenti parte di un gruppo. Al termine di questo processo di selezione si è passati ad una popolazione del campione finale di 676 imprese.

Per quanto riguarda la scelta della modalità di indagine, dal momento che le informazioni ricercate non risultano reperibili dalla consultazione di bilanci o report finanziari, è stata una scelta obbligata quella di contattare direttamente ciascuna impresa chiedendo esplicitamente le informazioni desiderate.

Sulla base di questi fattori la metodologia di indagine più opportuna è risultata essere l'impiego di un questionario a risposta multipla da sottoporre a tutte le imprese del campione tramite interviste telefoniche. Questo strumento garantisce omogeneità nelle risposte, dal momento che i quesiti rivolti agli intervistati sono uguali per tutti e le possibili risposte sono circoscritte ad un numero limitato di alternative. Inoltre, la grande maggioranza degli studi empirici sull'uso dei derivati è stata condotta

impiegando un questionario, perciò, dove possibile, si possono ricalcare domande tratte da survey precedenti assicurando una comparabilità assoluta dei dati. Inoltre la modalità di somministrazione del questionario tramite intervista diretta presenta anche dei vantaggi rispetto all'invio tramite posta: ad esempio, durante un colloquio possono emergere sfumature difficilmente individuabili tramite questionario scritto oppure possono essere approfondite tematiche di particolare interesse, inoltre, utilizzando questa metodologia di indagine è più probabile che l'interlocutore abbia compreso effettivamente le domande a lui rivolte e che quindi fornisca risposte coerenti.

5.2.3 Analisi del campione: informazioni generali

In questa sezione si vogliono descrivere in profondità le caratteristiche del campione di imprese a cui si è giunti. Le 676 imprese appartenenti al campione, sono state ripartite in 16 settori economici, coerentemente con la classificazione delle attività economiche ATECO 2007 adottata dall'Istituto Nazionale di Statistica italiano (ISTAT) per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico. ATECO è la traduzione italiana della Nomenclatura delle Attività Economiche (NACE) creata dall'Eurostat, adattata dall'ISTAT alle caratteristiche specifiche del sistema economico italiano.

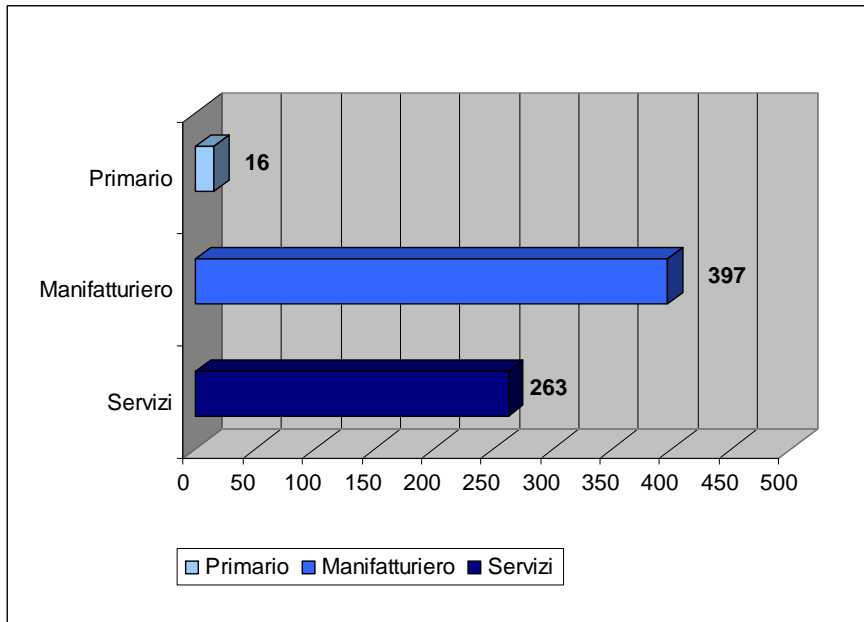
Si illustra, in Tabella 5.1, il dettaglio dei settori presi in considerazione ed il corrispondente numero di imprese.

Tabella 5.1 - Suddivisione del campione in base ad ATECO 2007

Sezione	Descrizione	Settore	Numero	%
Sezione C	Attività manifatturiere	Manifatturiero	338	50%
Sezione G	Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli	Servizi	158	23%
Sezione F	Costruzioni	Manifatturiero	41	6%
Sezione H	Trasporto e magazzinaggio	Servizi	35	5%
Sezione J	Servizi di informazione e comunicazione	Servizi	21	3%
Sezione M	Attività professionali, scientifiche e tecniche	Servizi	16	2%
Sezione E	Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	Manifatturiero	14	2%
Sezione N	Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	Servizi	10	1%
Sezione R	Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	Servizi	9	1%
Sezione B	Estrazione di minerali da cave e miniere	Primario	9	1%
Sezione I	Attività dei servizi di alloggio e ristorazione	Servizi	6	1%
Sezione A	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Primario	7	1%
Sezione D	Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	Manifatturiero	4	1%
Sezione Q	Sanità e assistenza sociale	Servizi	4	1%
Sezione S	Altre attività di servizi	Servizi	3	0%
Sezione P	Istruzione	Servizi	1	0%
	Totale		676	100%

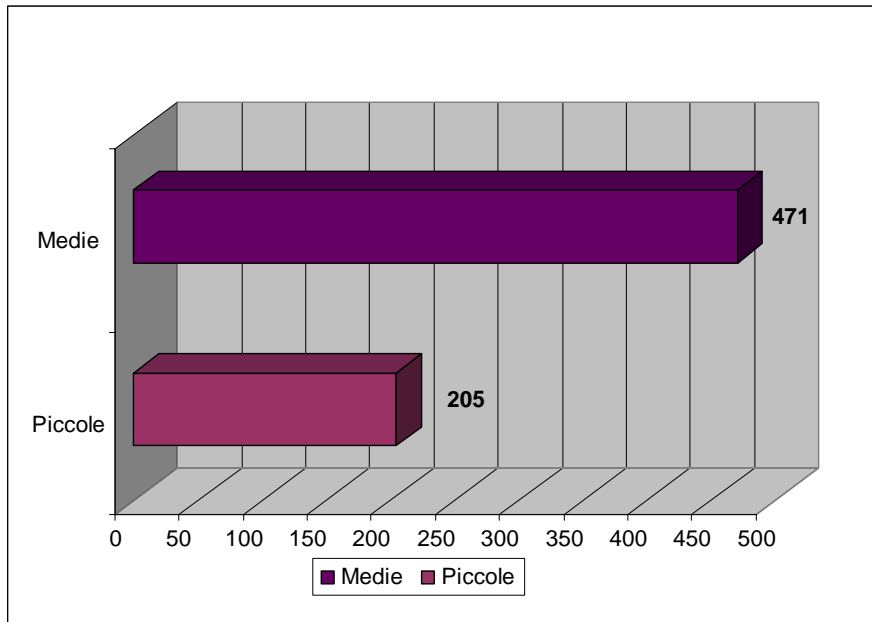
In Figura 5.1 si evidenzia il numero di imprese del campione appartenenti al settore primario, manifatturiero e dei servizi e si evince come le imprese degli ultimi due settori siano presenti in percentuale molto maggiore rispetto a quelle del settore primario, rispettivamente con il 59% e 39% contro il 2% del settore primario.

Figura 5.1 - Suddivisione del campione di indagine per settore di appartenenza



Il campione di riferimento è stato classificato anche in base ai criteri dimensionali introdotti in precedenza ed è risultato così composto (Figura 5.2):

Figura 5.2 - Suddivisione del campione di indagine per dimensione



In Figura 5.2 risulta che il campione è composto principalmente da aziende di Medie dimensioni che ne rappresentano il 70%.

Infine il campione di riferimento è stato suddiviso in base alla localizzazione geografica. Le imprese, che hanno tutte sede legale nel Nord Italia, risultano così suddivise (Tabella 5.2):

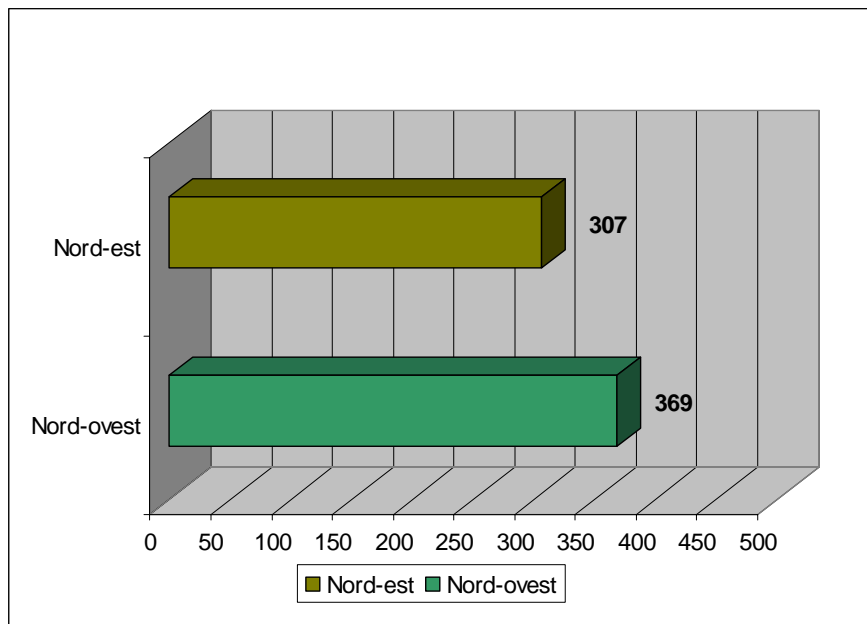
Tabella 5.2 - Suddivisione del campione in base all'indirizzo della sede legale

Regione	Zona	Numero	%
Lombardia	Nord - ovest	267	39%
Veneto	Nord - est	130	19%
Emilia-Romagna	Nord - est	123	18%
Piemonte	Nord - ovest	77	11%
Friuli	Nord - est	27	4%
Trentino-Alto Adige	Nord - est	27	4%
Liguria	Nord - ovest	21	3%
Valle d'Aosta	Nord - ovest	4	1%
Totale		676	100%

Le imprese del campione hanno nella maggior parte dei casi sede legale in Lombardia e a seguire in Veneto, Emilia Romagna e Piemonte; la concentrazione risulta invece nettamente inferiore in Friuli, Trentino-Alto Adige, Liguria e Valle d'Aosta.

In Figura 5.3 è stato evidenziato il numero di imprese con sede legale nel Nord Est (Emilia Romagna, Veneto, Trentino Alto Adige, Friuli) e nel Nord Ovest (Valle d'Aosta, Piemonte, Lombardia, Liguria). Non risultano essere presenti particolari differenze a livello di concentrazione tra le due aree geografiche che vedono entrambe una presenza di circa il 50%.

Figura 5.3 - Suddivisione del campione di indagine per area geografica



5.3 Analisi del tasso di risposta

Il questionario è stato sottoposto alle aziende del campione nei mesi di Febbraio e Marzo 2010 per via telefonica nella maggior parte dei casi e solo quando richiesto è stato inviato tramite posta elettronica. Il totale delle imprese appartenenti al campione di partenza che hanno partecipato alla ricerca è stato di 207, attestando il tasso di risposta complessivo al 31%.

Le imprese che hanno risposto al questionario sono state quindi classificate sulla base degli stessi criteri con i quali si è diviso in precedenza il campione di riferimento, ovvero dimensione, settore ed area geografica (Tabella 5.3).

Tabella 5.3 - Tasso di risposta per dimensione, settore ed area geografica

Totale	31%
Per dimensione	
Medie imprese	30%
Piccole imprese	32%
Per settore	
Settore primario	25%
Settore manifatturiero	30%
Settore dei servizi	32%
Per area geografica	
Nord-est	33%
Nord-ovest	29%

Da un punto di vista dimensionale i tassi di risposta delle imprese di Piccole e Medie dimensioni sono molto simili; si nota, comunque, un tasso leggermente più elevato per le imprese di piccole dimensioni (32%)

La Tabella 5.3 mostra poi che il tasso di risposta è risultato più elevato per le imprese appartenenti al settore dei servizi (32%) e manifatturiero (30%) mentre ha avuto meno seguito fra le imprese del settore primario (25%).

Infine per quanto riguarda il parametro geografico, l'indagine ha riscosso un tasso di risposta leggermente più elevato tra le imprese del Nord-est dove si è attestato al 33% contro il 29% di quello del Nord – Ovest.

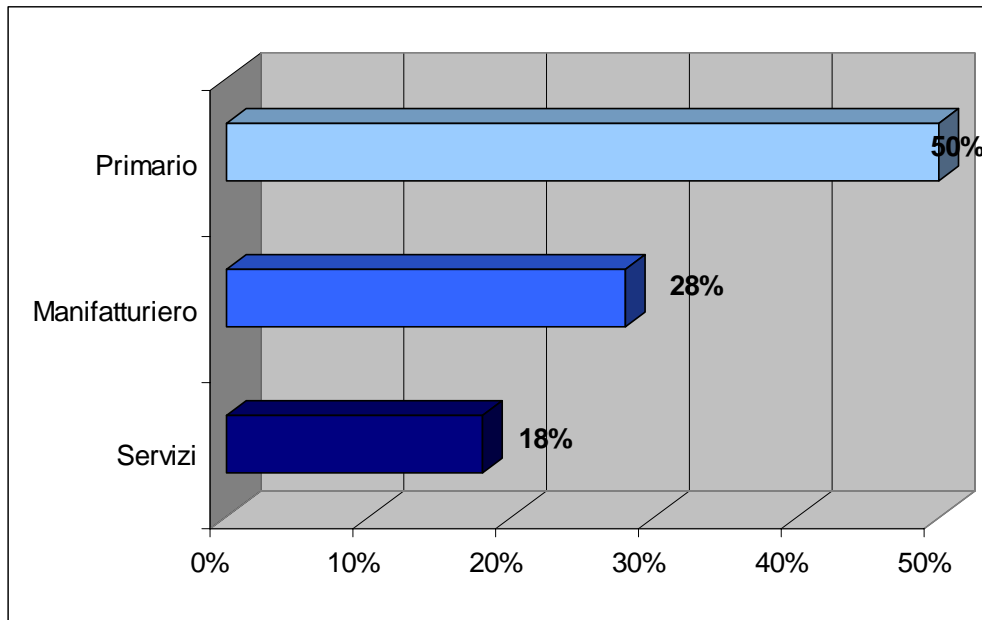
5.4 Uso dei derivati

5.4.1 Utilizzo per settore, dimensione e area geografica

Le domande riguardanti l'uso dei derivati hanno avuto lo scopo di determinare: dapprima che percentuale di imprese coprisse una o più categorie di rischio tra rischio di tasso, rischio di cambio, rischio commodity e rischio di credito e, successivamente, quante di queste utilizzassero i derivati come strumenti di copertura.

Delle 207 imprese che hanno risposto all'indagine, 63, ovvero il 30%, hanno affermato di gestire almeno una o più categorie di rischio. Le imprese che hanno poi dichiarato di utilizzare strumenti derivati di copertura (Forward, Future, Opzioni, Swap) sono invece 50, ovvero il 24% delle imprese partecipanti. Le Figure 5.4, 5.5 e 5.6 mostrano la ripartizione delle imprese utilizzatrici a seconda del settore principale di attività, della dimensione e dell'area geografica.

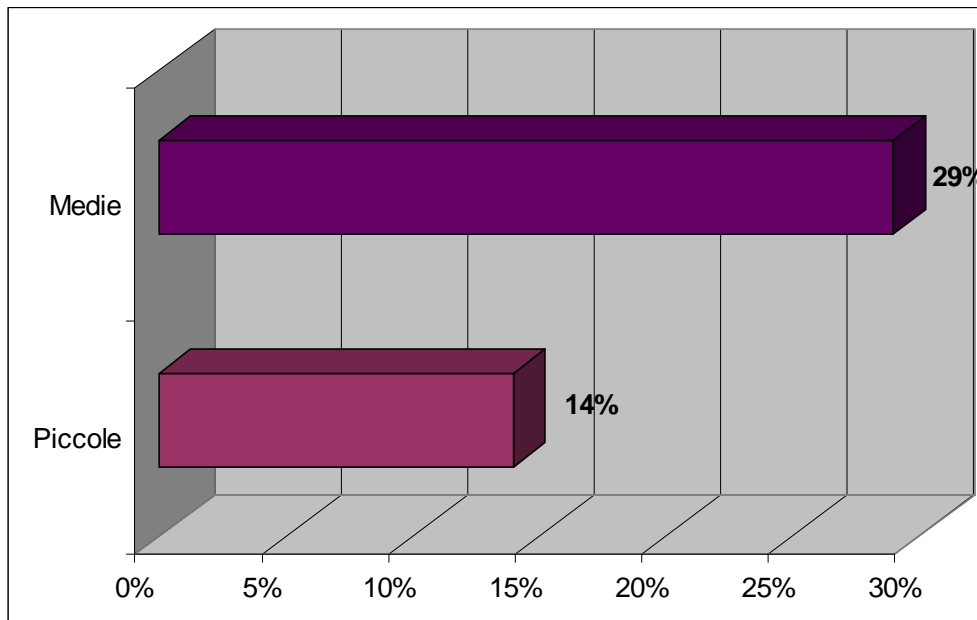
Figura 5.4 - Utilizzo dei derivati per settore di attività



Da un punto di vista settoriale, l'utilizzo di strumenti derivati è maggiore fra i produttori di primary product con una percentuale del 50%. Questo dato è però statisticamente poco significativo a causa dell'esiguo numero di imprese appartenenti a questo settore che partecipano alla ricerca (sono infatti soltanto quattro). Fra le imprese manifatturiere il 28% di queste dichiara di utilizzare strumenti derivati, mentre soltanto il 18% delle imprese del settore dei servizi ne fa uso.

Questo fenomeno è legato essenzialmente alle esposizioni in valuta derivanti dal tipo di attività che caratterizza le imprese appartenenti al settore manifatturiero, spesso operanti a livello internazionale. Un'altra possibile spiegazione è la presenza di maggiori investimenti fissi (macchinari, attrezzature ecc) nel settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi per finanziare la crescita di lungo periodo che quindi porta le aziende manifatturiere ad un maggior ricorso all'indebitamento e di conseguenza ad una maggior esposizione al rischio di tasso.

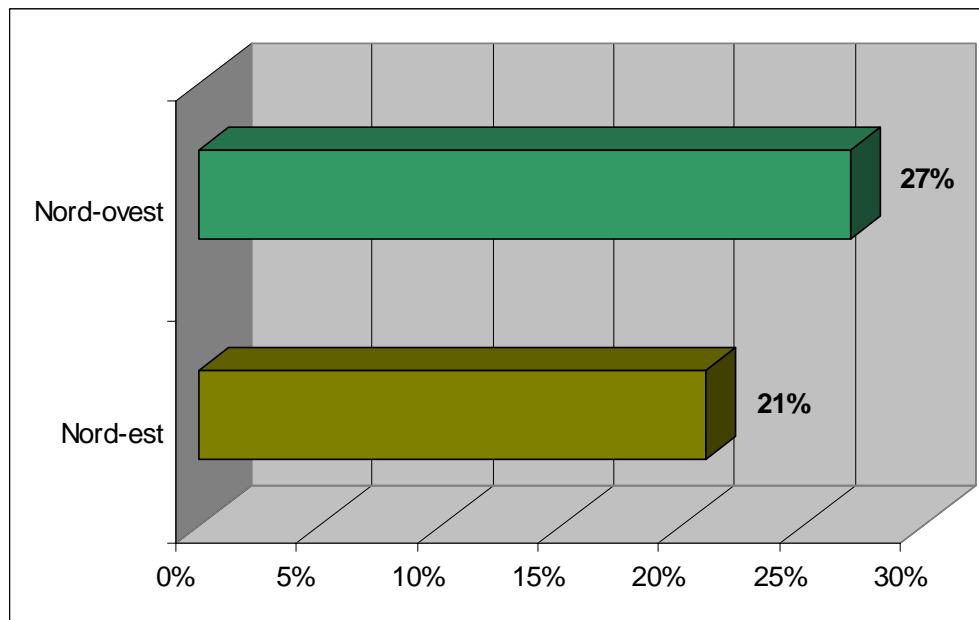
Figura 5.5 - Utilizzo dei derivati per dimensioni aziendali



Il fattore dimensionale gioca un ruolo determinante nelle scelte di financial risk management di un'impresa. Il 29% delle imprese di medie dimensioni utilizza

strumenti derivati mentre il tasso di utilizzo scende al 14% per le imprese di piccole dimensioni. Il fatto che l'impiego di derivati aumenti con le dimensioni aziendali, benché non dimostrato dai modelli teorici sull'hedging, è consistente con la presenza di elevati costi fissi connessi all'attuazione di un programma di copertura. Questi costi riguardano, ad esempio, costi di personale qualificato in grado di valutare correttamente i diversi strumenti finanziari, nonché costi legati all'acquisto di software finanziari di supporto alla valutazione. È possibile che la presenza di questi costi fissi renda l'utilizzo dei derivati non economicamente giustificato per le imprese più piccole, nonostante i benefici potenziali possano essere molto consistenti.

Figura 5.6 - Utilizzo dei derivati per area geografica



Analizzando infine l'aspetto geografico si nota come le imprese del Nord-ovest siano più propense ad utilizzare i derivati (27%) rispetto a quelle del Nord-est (21%), trainate dalla presenza delle imprese lombarde i cui imprenditori hanno una cultura finanziaria maggiore rispetto agli imprenditori delle regioni del resto del campione. Questa affermazione è supportata dal fatto che le imprese lombarde dichiarano di utilizzare i derivati nel 30% dei casi contro una media del campione del 24%

5.4.2 Aree di utilizzo

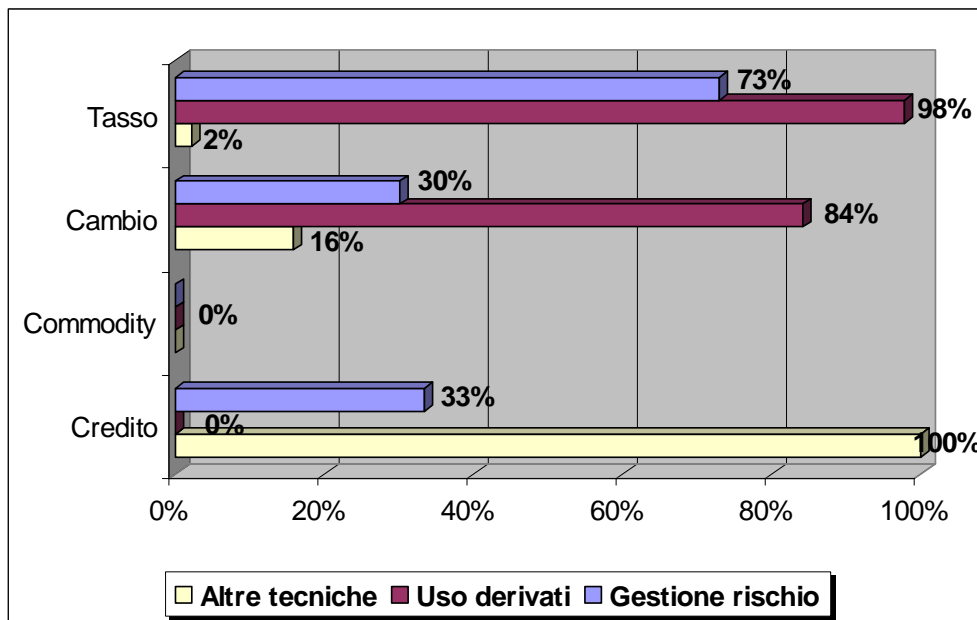
I rischi finanziari che possono essere gestiti con i derivati sono essenzialmente quattro:

- rischio di variazione dei tassi di cambio (foreign currency risk);
- rischio di variazione dei tassi di interesse (interest rate risk);
- rischio di variazione del prezzo delle materie prime (commodity risk);
- rischio di credito (credit risk).

Le domande riguardanti l'uso dei derivati hanno inoltre permesso di individuare quali tipologie di rischio vengono gestite dalle imprese e per quali di queste vengono utilizzati strumenti derivati di copertura o tecniche alternative di gestione del rischio.

I risultati, ottenuti considerando le sole imprese che hanno dichiarato di gestire almeno una categoria di rischio, sono presentati in Figura 5.7.

Figura 5.7 - Tipologie di rischio coperte tramite derivati o altre tecniche



Il grafico in Figura 5.7 dimostra che l'interest rate risk (IR) è in assoluto il rischio che viene gestito di più, ben il 73% delle imprese, infatti, dichiara di coprirsi dalle variazioni dei tassi di interesse.

Una possibile spiegazione è l'alta propensione delle aziende italiane alla raccolta di capitali di debito. Molte imprese italiane piuttosto che raccogliere fondi attraverso il mercato azionario, preferiscono infatti affidarsi al mercato creditizio. Ciò è a maggior ragione vero per le imprese di piccole e medie dimensioni che incontrano maggiori barriere all'entrata nel mercato azionario (costi della quotazione, costi di "investor relation").

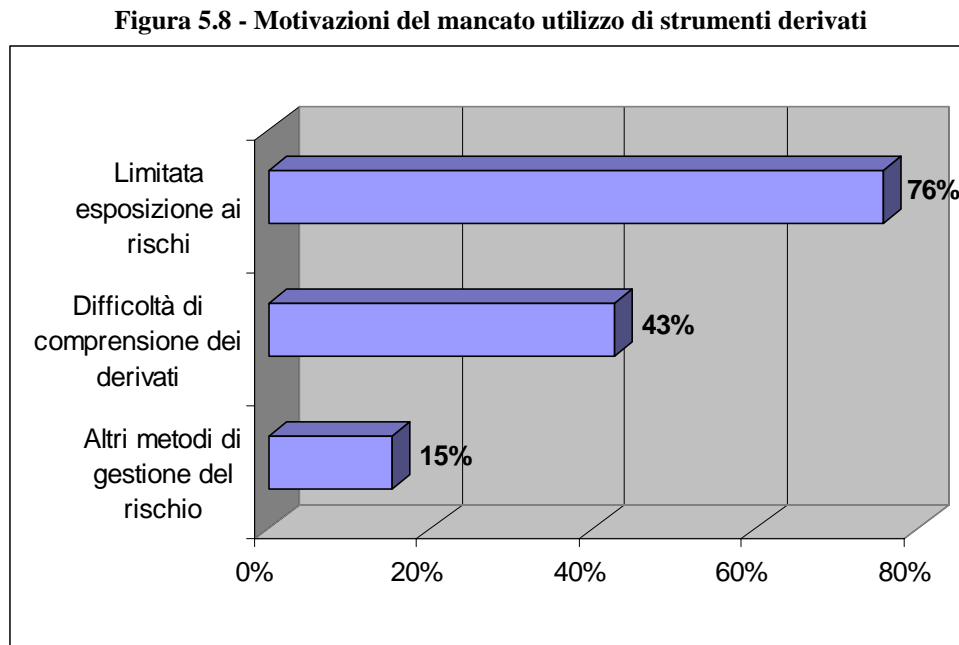
Al secondo ed al terzo posto si posizionano il rischio di credito, con il 33%, ed il rischio di cambio, 30%.

Il commodity risk, infine, non risulta coperto da nessuna delle imprese del campione. Il dato non sorprende considerato l'esiguo numero di imprese appartenenti al settore primario che hanno partecipato alla ricerca.

Lo stesso grafico mostra poi come per i rischi di tasso e cambio gli strumenti di copertura maggiormente utilizzati siano i derivati, rispettivamente dal 98% e dall'84% delle imprese, mentre il rischio di credito è coperto nel 100% dei casi mediante altre tecniche di copertura che in particolare sono riconducibili ad assicurazioni su crediti. Una possibile spiegazione è data dal fatto che i credit derivatives si sono recentemente sviluppati in risposta alla crescente esigenza di banche, società finanziarie e investitori di controllare i rischi di insolvenza legati ai loro investimenti, ma non possono essere invece utilizzati da un'azienda industriale per coprirsi dalla possibilità di mancato pagamento da parte dei clienti. Per quanto riguarda invece i rischi di tasso e di cambio il maggior utilizzo di strumenti derivati che li caratterizza rispetto ad altre tecniche di copertura (bilanciamento dei cash flow in entrata con quelli in uscita, uso di assicurazioni sulle esportazioni) conferma il fatto che tali strumenti siano più adatti a gestire queste tipologie di esposizioni.

5.4.3 Motivazioni del non utilizzo di strumenti derivati

Alle imprese che hanno dichiarato di non utilizzare strumenti derivati è stato chiesto di indicare la motivazione principale che ha portato a questa scelta. I risultati delle risposte a questa domanda vengono riportati in Figura 5.8.



La Figura 5.8 dimostra che nel 76% dei casi le imprese che non usano strumenti derivati mette al primo posto fra le cause di non utilizzo la troppa limitata esposizione ai rischi finanziari. Tra questi rientrano anche le imprese che ritengono il costo di implementazione di una strategia di copertura con derivati superiore ai potenziali benefici attesi. Un ulteriore 43% di coloro che non utilizzano i derivati, ma che presentano una potenziale esposizione, dichiara che la ragione più importante deriva dalle difficoltà di comprensione degli strumenti derivati, quindi dalla difficoltà nel pricing e nella valutazione degli strumenti stessi.

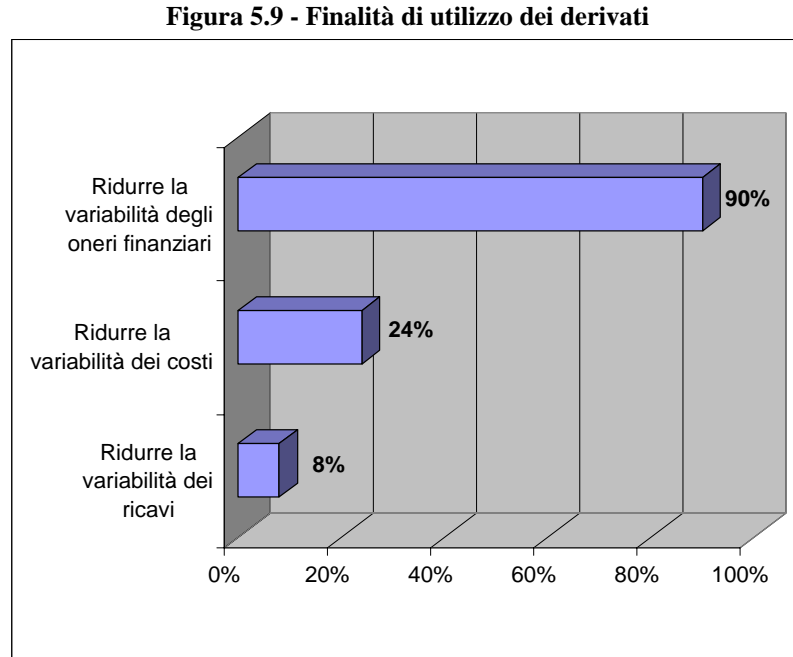
Questo dato evidenzia il fatto che spesso i contratti derivati non sono utilizzati dalle PMI per i già citati costi connessi all'attuazione di un programma di copertura (costi di personale qualificato, costi legati all'acquisto di software finanziari di supporto) e non per una effettiva mancanza di esposizione ai rischi. Fino a quando il trade off costi/benefici non evidenzierà la convenienza di munirsi di strumenti derivati a copertura del rischio per le piccole e medie imprese è ragionevole che tali imprese non li utilizzino. Nel caso di un cambiamento di scenario, quale l'introduzione di servizi di consulenza finanziaria a basso costo grazie alla gestione accentrata delle esposizioni di imprese con caratteristiche simili (settore, classe merceologica, dimensioni, localizzazione), si può ipotizzare un aumento dell'utilizzo di derivati anche da parte di piccole e medie imprese.

5.5 Modalità di utilizzo dei derivati

5.5.1 Finalità di utilizzo

Le macro-finalità che può avere un programma di utilizzo di strumenti derivati sono tre: hedging (ovvero la copertura dei rischi finanziari), arbitraggio e speculazione. Le imprese non-finanziarie dovrebbero essere rivolte essenzialmente alla prima categoria, ovvero alla copertura delle esposizioni e dovrebbero, invece, trascurare sia lo sfruttamento delle imperfezioni del mercato per generare profitti (arbitraggio) sia l'aumentare del contenuto di rischio delle proprie attività con la finalità di accrescere i ritorni attesi (speculazione). Inoltre, fra le diverse politiche di copertura esistenti, la teoria accademica raccomanda alle imprese di focalizzarsi sulla minimizzazione delle fluttuazioni del cash flow o dell'utile imponibile. La prima domanda sulle modalità di utilizzo dei derivati richiedeva alle imprese di scegliere come finalità di utilizzo tra la riduzione della variabilità dei ricavi, degli oneri finanziari oppure dei costi, componenti che impattano direttamente sulla variabilità dei cash flow e dell'utile.

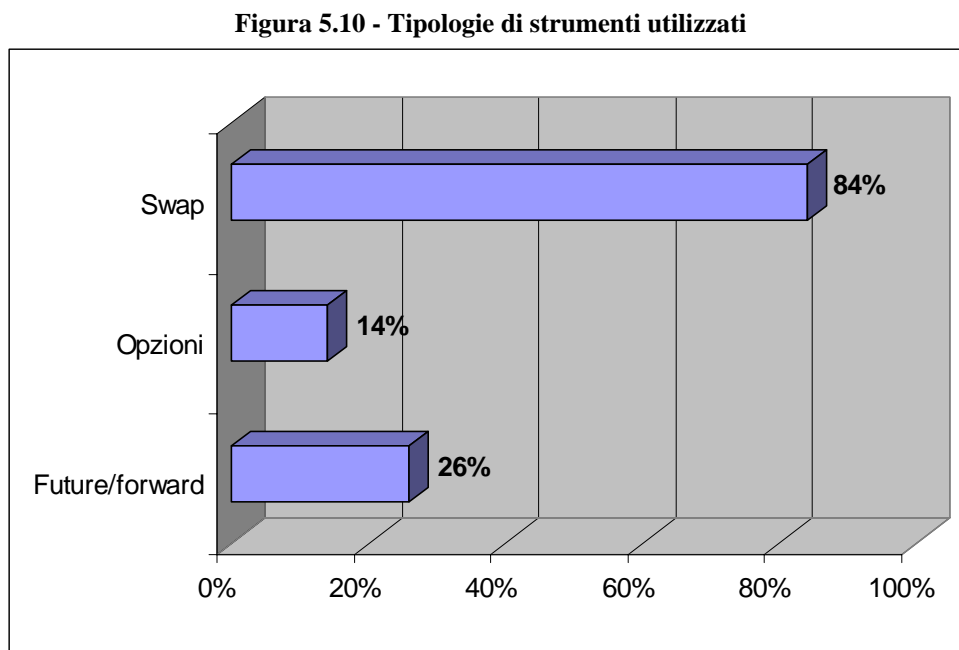
I risultati, calcolati per le sole imprese che hanno dichiarato di utilizzare i derivati, sono sintetizzati in Figura 5.9 .



La quasi totalità (90%) delle imprese italiane ha come obiettivo principale la riduzione della variabilità degli oneri finanziari. Il risultato è coerente con la forte apertura delle imprese italiane, soprattutto di dimensioni minori, al mercato del debito. Solamente il 24% dichiara di essere interessato alla riduzione della variabilità dei costi ed un esiguo 8% alla variabilità dei ricavi. Le possibili motivazioni possono essere da un lato l'esiguo numero di imprese appartenenti al settore primario che tipicamente sono maggiormente interessate a coprirsi dalla variabilità dei costi derivante dall'acquisto di materie prime e dall'altro è opportuno sottolineare che la problematica riguardante il rischio di cambio, e quindi la variabilità dei ricavi, ha assunto una rilevanza significativamente inferiore per i paesi europei in seguito all'introduzione della moneta unica.

5.5.2 Tipologie di strumenti

Nella domanda successiva è stato chiesto all'intervistato di indicare quale strumento, fra quelli proposti, la sua impresa fosse solita utilizzare per coprire le esposizioni evidenziate in precedenza. La Figura 5.10 ne mostra i risultati, calcolati come percentuale di imprese che utilizzano i diversi strumenti rispetto al totale degli users.



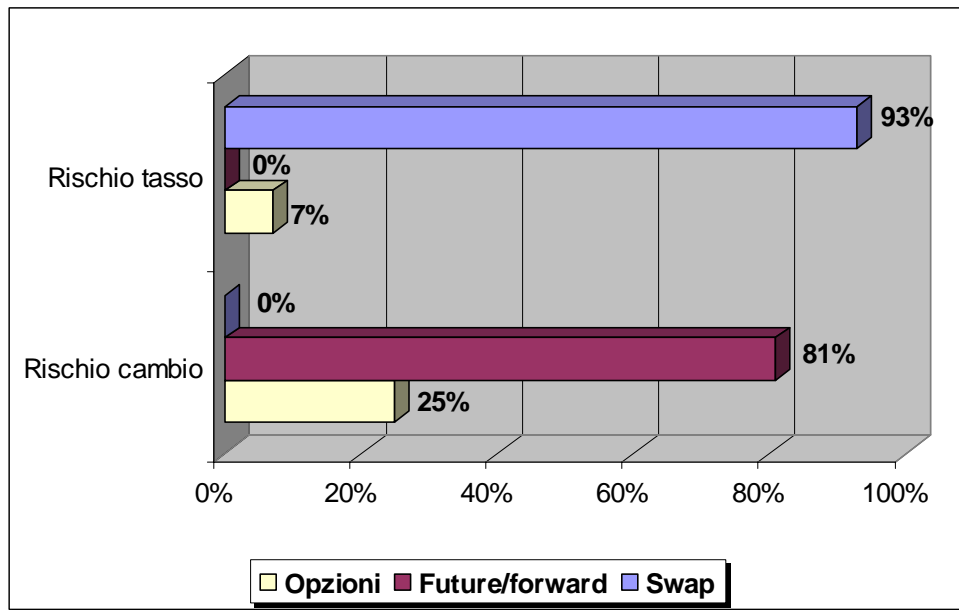
Delle 50 imprese che hanno dichiarato di utilizzare i derivati, l'84% afferma di impiegare Swap per gestire le proprie esposizioni. Al secondo posto, in base alla frequenza di utilizzo, si trovano i Future e Forward (26%), mentre al terzo le Opzioni, che sono impiegate dal 14% delle imprese.

Il primo dato che emerge da questa analisi è che tutte le imprese intervistate hanno dichiarato di utilizzare strumenti standard o cosiddetti *plain vanilla*.²⁰

²⁰ In finanza, *plain vanilla* è un termine usato per definire una negoziazione standard. Il suo opposto è lo strumento così detto esotico, che altera le componenti di uno strumento finanziario tradizionale, creando un titolo più complesso. Gli strumenti finanziari *plain vanilla* hanno caratteristiche

Nella Figura 5.11 questi risultati sono disaggregati a livello di singola tipologia di rischio; i valori riportati indicano la percentuale delle imprese che utilizza un determinato strumento per coprire una tipologia di rischio rispetto al totale di imprese che evidenziano tale esposizione. Sono stati esclusi dal confronto il commodity risk ed il credit risk dato l'esiguo numero di imprese che ha dichiarato di coprire queste esposizioni.

Figura 5.11 - Strumenti derivati suddivisi per tipologia di rischi finanziari



Dal grafico emergono chiare tendenze per ogni tipologia di rischio coperta. Per quanto concerne gli l'interest rate risk, l'utilizzo si concentra essenzialmente sugli Interest Rate Swap, utilizzati dal 93% delle imprese. Le Opzioni, posizionate al secondo posto a livello di diffusione, sono utilizzate solamente dal 7% delle imprese. I Future/Forward non sono utilizzati da nessuna delle imprese partecipanti.

L'uso di derivati per coprire il rischio di cambio abbraccia due su tre categorie di strumenti. La tipologia più utilizzata è rappresentata dai Future/Forward (81%), seguiti dalle opzioni standard (25%). Gli Swap non sono utilizzati da nessuna delle

prestabilite. Il nome "Plain Vanilla", semplice vaniglia, è un riferimento anglosassone alla richiesta di gelato considerata la più semplice che ci sia.

imprese partecipanti. Questi risultati sottolineano come le PMI preferiscano strumenti più semplici, ad esempio i Forward, a strumenti che garantirebbero un minor costo di gestione del rischio di cambio, ad esempio le currency option o i currency swap, ma che richiederebbero maggiori competenze per essere valutati ed utilizzati correttamente.

5.5.3 Esposizione al rischio di cambio e di tasso

Prima di addentrarsi nell'analisi delle procedure di utilizzo dei currency derivative è parso interessante indagare l'effettiva esposizione al rischio di cambio delle imprese del campione. A questo proposito, la domanda successiva chiedeva di indicare quale percentuale di ricavi e costi fosse denominata in valuta straniera. Il 68% delle imprese che utilizzano derivati ha dichiarato di non possedere né ricavi né costi in valuta estera. Il risultato non sorprende poiché non tutte le imprese sono esposte al currency risk, basti pensare ad esempio a quelle che operano internamente all'area Euro.

Tra le imprese, che hanno dichiarato invece di possedere ricavi o costi in valuta differente dalla propria, i ricavi in valuta estera sono risultati mediamente il 17% dei ricavi complessivi mentre i costi sono stati in media il 26% del totale.

La domanda successiva ha permesso di capire quale fosse la percentuale di rischio coperta dalle aziende tramite derivati. È risultato così che le imprese esposte al rischio di cambio coprono mediante Opzioni in media il 68% del rischio complessivo mentre attraverso i Future o Forward il 79%.

Come nel caso del rischio di cambio, sarebbe stato opportuno studiare l'esposizione delle imprese al rischio di tasso prima di analizzarne le modalità di gestione. A differenza del rischio di cambio però, dove è stato semplice valutare oggettivamente l'esposizione, in questo caso l'operazione risulta più difficoltosa, essendo più complicato trovare una misura comodamente disponibile all'impresa che fornisca una buona proxy dell'esposizione al rischio di tasso.

Riprendendo i dati sulla gestione del rischio di tasso, si nota che il 90% delle imprese che utilizzano derivati rilevano un'esposizione a questo rischio. Si è poi visto che lo

strumento più comune nella gestione del rischio di tasso è l'Interest Rate Swap, usato dal 93% delle imprese.

La domanda successiva ha permesso di capire quale fosse la percentuale di rischio coperta dalle aziende tramite derivati. È risultato così che le imprese esposte al rischio di tasso coprono mediante Swap in media il 71% del rischio complessivo mentre attraverso le Opzioni il 76%.

5.5.4 Procedure interne

All'interno del questionario sono state incluse domande inerenti le procedure interne attraverso cui sono gestiti i derivati. Per prima cosa è stato chiesto alle imprese di indicare con che frequenza effettuassero operazioni in derivati. Delle imprese che utilizzano derivati, solamente il 22% dichiara di utilizzarli frequentemente.

Come è lecito aspettarsi, questo risultato è fortemente legato al fattore dimensionale. Abbiamo già visto, infatti, come l'utilizzo dei derivati aumenti all'aumentare delle dimensioni aziendali. La Tabella 5.4 sintetizza i risultati ottenuti in base alle dimensioni aziendali

Tabella 5.4 - Frequenza di utilizzo dei derivati per dimensione

Frequenza di utilizzo	Totale imprese	Imprese per dimensione	
		Medie	Piccole
Alta	22%	24%	11%
Bassa	78%	76%	89%

Il 24% delle imprese di medie dimensioni dichiara di utilizzare i derivati con alta frequenza contro l'11% delle imprese di piccole dimensioni.

La domanda successiva chiedeva alle imprese di indicare a che livello venissero prese le decisioni riguardanti il risk management. I risultati sono riassunti nella Tabella 5.5.

Tabella 5.5 - Livello a cui sono prese le decisioni di FRM

Livelli decisionali	Decisioni in materia di FRM
Banche	6%
Società di consulenza	4%
Commercialista	2%
Associazione di categoria	2%
Altro	86%
Responsabile amministrativo	51%
Amministratore delegato	21%
Titolare	19%
Impiegato amministrativo	2%
Legale rappresentante	2%
Presidente	2%
Tesoriere	2%

I dati presentati dimostrano una tendenza alla centralizzazione delle decisioni. L'86% delle imprese che hanno risposto a questa domanda dichiara che le proprie strategie di Risk Management sono prese direttamente all'interno senza supporti esterni. In particolare nel 51% dei casi le decisioni sono prese direttamente dal responsabile amministrativo, mentre il 21% afferma che queste decisioni sono prese dall'amministratore delegato e nel 19% dei casi, invece, le strategie sono guidate dal titolare stesso.

5.5.5 Scelta della controparte per l'acquisto

Nella domanda successiva è stato chiesto alle imprese di indicare con che modalità fossero solite scegliere la controparte per l'acquisto degli strumenti. Il 38% delle imprese dichiara di affidarsi alla banca con la quale ha stipulato il debito mentre il 34% delle imprese dichiara di basare la propria scelta sul confronto fra più preventivi di diversi intermediari finanziari. Soltanto il 28%, invece, si affida esclusivamente alla banca di fiducia. Emerge dunque che nella maggior parte dei casi le imprese si rivolgono alla banca per sottoscrivere contratti derivati a testimonianza del fatto che

spesso la concessione di credito da parte degli istituti è subordinata all'acquisto dei derivati a copertura.

Come dimostrato dalla Tabella 5.6 questi dati non sono particolarmente influenzati dal fattore dimensionale. Il 69% delle imprese di medie dimensioni non si preoccupa di scegliere fra diverse alternative, privilegiando il rapporto con un unico intermediario. La percentuale è leggermente inferiore per le imprese di piccole dimensioni (66%). L'allineamento nel comportamento tra piccole e medie imprese evidenzia come non solo le imprese di piccole dimensioni risentano del forte potere contrattuale delle banche ma anche quelle di medie dimensioni.

Tabella 5.6 - Modalità con cui viene scelta la controparte per l'acquisto dei derivati

Modalità di scelta della controparte	Totale imprese	Imprese per dimensione	
		Medie	Piccole
Affidandosi alla banca con la quale si è stipulato il debito	38%	37%	44%
Confrontando fra più preventivi di più intermediari finanziari	34%	31%	44%
Affidandosi esclusivamente alla banca di fiducia	28%	32%	12%

5.5.6 Analisi del rischio e perdite causate dall'uso dei derivati

Nella domanda successiva è stato chiesto alle imprese di indicare quali metodi di analisi del rischio utilizzassero. È risultato che solamente il 4% delle imprese utilizza qualche tecnica di analisi del rischio mentre il 96% delle aziende intervistate non utilizza alcun metodo. Il quadro che risulta da questi dati dimostra che la quasi totalità delle PMI italiane non utilizza strumenti di analisi del rischio.

La domanda successiva chiedeva alle imprese di indicare se negli ultimi cinque anni avessero registrato perdite causate dall'utilizzo di derivati ed in caso affermativo di indicarne la rilevanza. Solamente il 36% delle imprese che hanno risposto a questo quesito dichiara di non aver registrato alcuna perdita causata dall'uso di derivati mentre il restante 64% delle imprese dichiara di aver registrato delle perdite. Le imprese che hanno subito perdite si dividono essenzialmente fra coloro che hanno subito perdite modeste (34%) e coloro che hanno registrato perdite rilevanti (66%).

L'elevato numero di perdite subite dalle PMI e l'ingenza di tali perdite, derivanti da operazioni che dovrebbero invece coprirle dai rischi ai quali sono esposte, evidenzia l'inadeguatezza delle operazioni effettuate dagli intermediari per loro conto rispetto alle esigenze effettive di copertura dei rischi.

Tabella 5. 7 Perdite causate dall'uso di strumenti derivati per dimensione

Perdite rilevate	Totale imprese	Imprese per dimensione	
		Medie	Piccole
Nessuna perdita	36%	34%	44%
Perdite	64%	66%	56%
Modeste	34%	37%	20%
Rilevanti	66%	63%	80%

La Tabella 5.7 mostra che anche le perdite sono influenzate dal fattore dimensionale. Le imprese di dimensioni minori sono tendenzialmente meno affette da perdite (56%), ma tali perdite sono nell'80% dei casi di importo rilevante.

5.5.7 Classificazione MIFID e trasparenza informativa

La domanda successiva chiedeva alle imprese se fossero state classificate dalla banca di riferimento come operatore retail o professional oppure se questa informazione non fosse stata comunicata affatto. È risultato così che il 74% delle imprese intervistate non conosce la propria classificazione mentre il 10% è classificato come operatore retail e il 16% come professional.

La successiva e ultima domanda del questionario chiedeva alle imprese di esprimere un giudizio sulle informazioni ricevute da parte della banca nel momento della sottoscrizione dello strumento derivato. È così emerso che nel 46% dei casi le imprese non hanno ricevuto adeguate informazioni mentre solamente nel 54% delle situazioni la banca ha fornito informazioni fondamentali come dettagli sul funzionamento dello strumento oppure le possibili conseguenze sui risultati aziendali derivanti dall'utilizzo di contratti derivati.

La scarsa o mancata informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti derivati da parte delle banche è un problema che ha quindi riguardato da vicino le PMI italiane che hanno subito un atteggiamento da parte delle banche non sempre chiaro e conforme ai principi di diligenza e correttezza sanciti come obblighi dal Testo Unico della Finanza.

Capitolo 6

Conclusioni

Il presente lavoro di ricerca si è proposto di analizzare, a livello teorico ed empirico, le tematiche relative al financial risk management, con un particolare accento sulle coperture tramite l'uso di strumenti derivati adottate dalle piccole e medie imprese del Nord Italia.

A livello teorico è stato presentato lo stato dell'arte della letteratura accademica fornendo un quadro generale delle motivazioni che spingono le imprese ad attuare politiche di risk management.

A livello empirico sono stati invece presentati i risultati della survey che è stata condotta e che ha permesso una considerevole raccolta di informazioni sulle politiche di financial risk management adottate dalle piccole e medie imprese italiane.

Dopo aver introdotto il rischio finanziario e le sue componenti (rischio di tasso, cambio, commodity e credito), lo studio degli aspetti teorici è continuato con l'analisi della relazione tra i pilastri della moderna teoria finanziaria e le scelte aziendali in tema di financial risk management. In particolare sono stati considerati la teoria di Modigliani & Miller ed il Capital Asset Pricing Model. Entrambi i modelli negano l'utilità del risk management ma, individuate delle market imperfections che agiscono

sulle ipotesi restrittive dei modelli, si riesce a giustificare a livello teorico l'utilizzo del financial risk management.

La classificazione delle giustificazioni dell'hedging avviene secondo due precisi filoni di indagine. Il primo, denominato Value Maximizing Theory of Risk Management, mira a giustificare l'hedging come strumento per accrescere il valore dell'impresa, attraverso la riduzione della volatilità dei risultati e conseguentemente dei costi ad essa associati. In particolare, sono state individuate tre modalità attraverso cui l'hedging crea valore. La prima fa riferimento alla riduzione del carico fiscale, grazie sia al livellamento del reddito imponibile permesso dall'hedging, sia alla possibilità di detrarre interessi pagati su un superiore capitale di debito, derivante dalla maggiore capacità di indebitamento permessa dall'hedging. La seconda via per la creazione di valore risiede nella riduzione della probabilità e dei costi attesi del dissesto finanziario. Le strategie di risk management permettono infatti di ridurre il rischio totale a cui un'impresa è soggetta, riducendo la probabilità di trovarsi in difficoltà finanziarie e l'entità dei relativi costi. La terza ed ultima modalità riguarda l'attenuazione dell'underinvestment problem, fenomeno che si presenta quando la generazione interna di cassa di un'impresa non è sufficiente a finanziare le opportunità di crescita ed il finanziamento presso fonti esterne risulta talmente costoso da indurre l'impresa a tagliare gli investimenti, portandoli al di sotto del livello ottimo. Il risk management può creare valore assicurando all'impresa la disponibilità di cash sufficiente per cogliere tutte le opportunità di investimento profittevoli.

Il secondo filone di indagine, denominato Managerial Theory of Risk Management, mira a giustificare l'esistenza del risk management indagando le motivazioni che spingono il management a coprire i rischi finanziari. Sono state individuate due categorie di incentivi all'impiego di politiche di copertura. La prima deriva dall'avversione al rischio dei manager e dalle loro forme di remunerazione. Essi, operando in un'ottica di massimizzazione della propria funzione di utilità e godendo di una certa discrezionalità di manovra, hanno il potere di modificare il grado di rischio a cui l'impresa è esposta. Quindi, a seconda della forma di remunerazione dei

manager e del loro grado di avversione al rischio, esistono spinte verso politiche distorte di financial risk management. La seconda categoria è legata alle problematiche di asimmetria informativa e alla reputazione dei manager. Una linea di pensiero afferma che la spinta ad intraprendere politiche di copertura derivi dal possesso di informazioni riservate che non possono essere trasferite agli azionisti senza costi; risulterebbe così impossibile per questi ultimi adottare da soli e pro quota le strategie finanziarie attuate dall'impresa. È quindi razionale che al posto loro e nel loro interesse operi il management. Una seconda linea di pensiero sostiene che i manager "validi" puntino a fare hedging per eliminare l'incertezza dalle proprie prestazioni, in modo da poter comunicare al mercato con maggiore precisione la loro reale abilità. Per contro, è stata rilevata una terza corrente di pensiero che critica l'impiego di strategie di risk management mettendo in luce alcuni svantaggi che, sotto opportune condizioni, possono annullare, se non superare, i benefici indotti dall'hedging. In presenza di elevati conflitti di agenzia con gli azionisti, il risk management può essere usato dai manager per eludere il controllo da parte del mercato dei capitali assicurandosi in tal modo l'attuazione di progetti non necessariamente profittevoli, ma in grado di apportare loro benefici personali.

Il presente lavoro di tesi si è proposto come secondo obiettivo di indagare le pratiche di risk management delle PMI italiane da un punto di vista empirico. Dopo aver presentato i principali strumenti a disposizione delle aziende e le più diffuse strategie di copertura si è analizzata la situazione del mercato italiano, e in particolare delle piccole e medie imprese, in relazione alle politiche di financial risk management.

Per raggiungere l'obiettivo indicato è stata condotta una consistente indagine empirica che ha tratto origine dal vuoto informativo circa le pratiche di gestione dei rischi tramite derivati nelle PMI italiane poiché le normative contabili vigenti non impongono alle società di piccole e medie dimensioni l'inserimento esplicito nei propri bilanci di informazioni relative all'utilizzo di strategie di gestione del rischio.

L'indagine empirica si è avvalsa di interviste telefoniche e ha visto la partecipazione di 207 imprese su un campione iniziale di 676 attestando il tasso di risposta

complessivo al 31%. Una delle principali conclusioni che si può trarre dai risultati è che la gestione dei rischi finanziari è una pratica modestamente diffusa tra le PMI italiane. Solamente il 24% delle imprese intervistate dichiara di utilizzare strumenti derivati.

Le ragioni che spiegano lo scarso utilizzo dei derivati da parte delle PMI italiane sono le seguenti:

- La limitata esposizione ai rischi (76%);
- Le difficoltà di comprensione dei derivati (43%);
- L'utilizzo di altre tecniche di gestione del rischio (15%).

Questo dato evidenzia come spesso i contratti derivati non siano utilizzati dalle PMI a causa degli elevati costi connessi all'attuazione di un programma di copertura (costi di personale qualificato, costi legati all'acquisto di software finanziari di supporto) e non per un'effettiva mancanza di esposizione ai rischi. Fino a quando il trade off costi/benefici non evidenzierà la convenienza di munirsi di strumenti derivati a copertura del rischio per le piccole e medie imprese è ragionevole che tali strumenti non vengano utilizzati. Nel caso di un cambiamento di scenario, quale l'introduzione di servizi di consulenza finanziaria a basso costo grazie alla gestione accentrata delle esposizioni di imprese con caratteristiche simili (settore, classe merceologica, dimensioni, localizzazione), si potrebbe ipotizzare un aumento dell'utilizzo di derivati anche da parte di piccole e medie imprese.

L'obiettivo che le imprese si pongono nel momento in cui utilizzano i derivati è generalmente rivolto alla riduzione degli oneri finanziari (questo è vero per il 90% delle imprese) piuttosto che alla riduzione della variabilità dei costi (24%) e dei ricavi (8%).

Il rischio più frequentemente gestito attraverso i derivati è il rischio di tasso di interesse, il 73% delle imprese che utilizzano questi strumenti afferma, infatti, di coprire tale esposizione; gli *interest rate swap* risultano i derivati più utilizzati a questo scopo (il 93% delle imprese ne fa uso). A distanza segue il rischio di cambio (30%), coperto principalmente attraverso *forward* (81%). Per quanto riguarda le altre tipologie di rischio, i rischi legati al prezzo delle materie prime non sono coperti da

nessuna delle imprese partecipanti, mentre quelli legati ai crediti dal 33% delle imprese, ma nessuna di queste utilizza derivati per coprirsi da questa tipologia di rischi. Una possibile spiegazione è l'alta propensione delle aziende italiane alla raccolta di capitali di debito. Molte imprese, infatti, piuttosto che raccogliere fondi attraverso il mercato azionario, preferiscono affidarsi al mercato creditizio. Ciò è a maggior ragione vero per le imprese di piccole e medie dimensioni che incontrano maggiori barriere all'entrata nel mercato azionario (costi della quotazione, costi di "investor relation").

Delle imprese che utilizzano derivati, solamente il 22% dichiara poi di utilizzarli frequentemente. L'86% delle imprese dichiara che le proprie strategie di Risk Management sono elaborate direttamente all'interno senza supporti esterni e solamente il 4% delle imprese utilizza qualche tecnica di analisi del rischio.

Il 64% delle imprese ha inoltre dichiarato di aver registrato delle perdite connesse all'utilizzo dei derivati spesso di entità rilevante. È emerso che nel 46% dei casi le imprese non hanno ricevuto adeguate informazioni da parte delle banche che hanno venduto questi prodotti. La scarsa o mancata informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti derivati da parte delle banche è un problema che ha quindi riguardato da vicino le PMI italiane che hanno subito le conseguenze di un atteggiamento da parte delle banche non sempre chiaro e conforme ai principi di diligenza e correttezza sanciti come obblighi dal Testo Unico della Finanza.

Si conclude con l'idea che, se da un lato gli elevati costi legati alla gestione e valutazione corretta degli strumenti derivati ne ha limitato l'utilizzo da parte delle PMI, dall'altro la mancanza di competenze interne e il comportamento non sempre trasparente da parte delle banche ha portato ad un utilizzo scorretto di questi strumenti. Pertanto è accaduto, e tuttora accade, che i derivati, da efficienti strumenti di copertura dei rischi finanziari siano divenuti fonte di perdite a causa di un loro impiego distorto o incauto.

Bibliografia

- ABI, “Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati” Audizione del Presidente dell’ABI Avv. Corrado Faissola 8 novembre 2007
- ABI, “La gestione del rischio nelle piccole e medie imprese e negli enti locali” documento elaborato quale contributo alla “Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati”, promossa dalla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, 18/01/05
- Amit R., Zott C. (2001), “Value creation in e-business”, *Strategic Management Journal*, vol. 22
- BANCA D’ITALIA, “Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2009”
- BIS Quarterly Review, “Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2009”, December 2009
- Bodnar G.M. , Gebhardt G. , “Derivatives usage in risk management by US and german non-financial firm: A comparative survey”, *Journal of international financial management and accounting* 10:3 (1999)
- Bodnar G.M., Hayt G.S., Marsotn R.C., “1998 Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms” *Financial management* vol. 27 n°4 (1998)
- Bodnar, Gordon M., Consolandi, Costanza, Gabbi, Giampaolo and Jaiswal-Dale, Ameeta, “A Survey on Risk Management and Usage of Derivatives by Non-Financial Italian Firms” (November 21, 2008). CAREFIN Research Paper No. 7/08
- Breeden, D., Viswanathan, S. (1998). “Why do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model,” unpublished working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- CASELLI, S. (2001), *Il comportamento finanziario delle piccole e medie imprese*, Università Bocconi, Milano.
- CONSOB, “Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati”, audizione del Funzionario Generale della CONSOB, dott. Antonio Rosati, 12 gennaio 2005
- De Marzo, P., Duffie, D. (1991). “Corporate financial hedging with proprietary information,” *Journal of Economic Theory*, Vol. 53: 261-286

- Dolde, W. (1995). "Hedging, Leverage, and Primitive Risk," *Journal of Financial Engineering*, Vol.4: 187-216
- Facile Emanuele, *La gestione dei rischi finanziari nell'azienda industriale*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1996
- Floreani A. (2005), *Introduzione al risk management. Un approccio integrato alla gestione dei rischi aziendali*, Milano, Etas
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., e Stein, J. C. (1993). "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies," *Journal of Finance*, Vol.48, No.5: 1629-58
- Gay G. D., e Nam J. (1998). "The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use," *Financial Management*, Vol.27, No.4
- Giorgino Travaglini, "Il risk management nelle imprese italiane. Come progettare e costruire sistemi e soluzioni per la gestione dei rischi d'impresa.", *Il sole 24 ore*, Milano, 2008
- Giudici, 2002, "Finanziare le Risorse dell'Impresa", Edizioni CLUP-Maggioli
- Graham, J. R., e Rogers, D. A. (2002). "Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?," *Journal of Finance*, Vol.57, No.2: 815-839
- Graham, J. R., e Smith, C. W. (1999). "Tax Incentive to Hedge," *Journal of Finance*, Vol. 54: 2241-2262
- Hull John C., traduzione di Emilio Barone, *Opzioni, Futures e altri derivati*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2003
- ISDA, "2009 Derivatives Usage Survey"
- Leland, H.E. (1998). "Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure," *The Journal of Finance*, vol.53, No.4: 1213-1243
- Markowitz H., (1952), "Portfolio selection", *Journal of Finance*, vol. 7, March, pp. 77-91
- Mattiello, Rebecca, Spiller, Triban, *Derivati in bilancio*, Il sole 24 ore, Milano, 2006
- Modigliani F., Miller M.H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297
- Myers, S.C. (1977). "The determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pag.147-175
- Nance, D. R., Smith, C.W., e Smithson, C. W. (1993). "On the Determination of Corporate Hedging," *Journal of Financial*, Vol.48, No.1: 267-284

- Sharpe W.F. (1964), "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, vol. 19, September, pp. 425-442
- Smith, C. W., e Stulz, R. M. (1985). "The Determinants of Firms' Hedging Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.20, No. 4 (Dicembre): 391-404
- Tufano P. (1998), "Agency costs of corporate risk management", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, pp. 8-24
- Tufano(1996)"Who Manages Risk?An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold mining Industry" *The Journal of Finance*,Vol LI,No.4
- Warner, L., D. (1977). "Bankruptcy Costs: some Evidence," *Journal of Finance*, Vol.32: 337-348

Allegati

Questionario



POLITECNICO DI MILANO
DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE

L'uso dei derivati nelle PMI del Nord Italia
Ricerca condotta dal Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano

Supervisione Scientifica

Prof. Diego Viviani

Autore

Ing. Raffaele D' Auria

Sommario

Descrizione sintetica del questionario.....	136
Istruzioni.....	136
Questionario	137
a. Informazioni generali.....	137
b. Uso dei derivati.....	137
c. Modalità di utilizzo dei derivati.....	138

Descrizione sintetica del questionario

L'indagine trae origine dal vuoto informativo circa le pratiche di gestione dei rischi tramite derivati nelle PMI italiane.

L'obiettivo della ricerca è dunque quello di comprendere la percezione che le imprese hanno del rischio e indagare lo stato di diffusione delle tecniche e degli strumenti finalizzati alla protezione di una specifica tipologia di rischio.

La localizzazione delle imprese target dell'indagine nell'area del Nord Italia rappresenta un'opportunità e una scelta vantaggiosa in quanto la centralità finanziaria della piazza milanese e l'importanza dell'imprenditoria locale possono contribuire non solo a definire un campione rappresentativo del sistema Paese ma soprattutto ad offrire segnali anticipatori di nuove tendenze e di possibili cambiamenti.

Il questionario è stato strutturato in modo tale da raccogliere informazioni relative a diversi aspetti: nella prima parte vengono richieste alcune informazioni di carattere generale; nella seconda parte invece viene indagato l'uso generico dei derivati ed i motivi del mancato utilizzo; nella terza ed ultima parte si entra nel dettaglio della gestione dell'esposizione alle diverse tipologie di rischio (cambio, tasso di interesse, prezzo delle materie prime e credito).

Istruzioni

Per spostarsi tra una domanda e l'altra muoversi con le frecce della tastiera oppure con il mouse sugli spazi grigi. In caso di domande aperte posizionarsi sullo spazio grigio ed inserire il testo della propria risposta. In caso di domande chiuse fare click con il mouse oppure con la barra spaziatrice sull'alternativa corrispondente alla propria risposta.

Al termine della compilazione salvare il file ed inviarlo come allegato all'indirizzo raffaele.dauria@mail.polimi.it.

Questionario

a. Informazioni generali

- 1) Anagrafica di base (informazioni già disponibili)
 - Nominativo
 - Tipologia di impresa (Srl, Spa...)
 - Indirizzo
 - Codice Ateco (settore merceologico produttivo)
- 2) Dati di chi compila il questionario:
 - Ruolo ricoperto in azienda
 - Recapito telefonico
 - Indirizzo email

b. Uso dei derivati

- 3) Indichi se la sua azienda gestisce il rischio nelle seguenti aree:
 - Rischio di cambio
 - Rischio di tasso d'interesse
 - Rischio di prezzo delle materie prime
 - Rischio di credito
- 4) Indichi se la sua azienda utilizza strumenti derivati di copertura (forward, future, opzioni, swap) nelle seguenti aree:
 - Rischio di cambio
 - Rischio di tasso d'interesse
 - Rischio di prezzo delle materie prime
 - Rischio di credito

Se la sua azienda utilizza strumenti derivati passi direttamente alla sezione C

- 5) Indichi la motivazione più importante del mancato utilizzo di derivati:
 - Limitata esposizione ai rischi
 - Esposizione ai rischi gestita con altri metodi
 - Difficoltà a comprendere i derivati
 - Altro (specificare):

c. Modalità di utilizzo dei derivati

- 6) Perché utilizza strumenti derivati?
- Per ridurre la variabilità dei ricavi
 - Per ridurre la variabilità degli oneri finanziari
 - Per ridurre la variabilità dei costi
 - Altro (specificare):

7) Quali strumenti utilizza?

	RISCHIO CAMBIO	RISCHIO TASSO	RISCHIO COMMODITY	RISCHIO CREDITO
Swap	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Opzioni	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Future/Forward	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Altro (specificare):	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

8) Quale percentuale dei ricavi e costi complessivi sono in valuta estera?

- Ricavi %
- Costi %

9) Quale percentuale del rischio complessivo viene coperta tramite derivati?

	RISCHIO CAMBIO	RISCHIO TASSO	RISCHIO COMMODITY	RISCHIO CREDITO
Swap	%	%	%	%
Opzioni	%	%	%	%
Future/Forward	%	%	%	%
Altro (specificare):	%	%	%	%

10) Con che frequenza l'azienda effettua operazioni in strumenti derivati?

11) Chi si occupa della gestione del rischio?

- Nessuno
- Commercialista
- Società di consulenza
- Associazioni di categoria
- Banche
- Amici/conoscenti
- Altro (specificare):

- 12) In che modo viene scelta la controparte per l'acquisto degli strumenti?
- Confrontando fra più preventivi di più intermediari finanziari
 - Affidandosi esclusivamente alla banca di fiducia
 - Affidandosi alla banca con la quale si è stipulato il debito
 - Altro (specificare):
- 13) Utilizzate tecniche di analisi del rischio? Sì No
Se sì specificare quali
- 14) Negli ultimi 5 anni avete registrato perdite causate dall'utilizzo di derivati?
 Sì No
Se sì indicarne l'entità:
- Non sappiamo
 - Perdite rilevanti
 - Perdite modeste
- 15) Attualmente la vostra impresa è classificata come:
- Operatore retail
 - Operatore professional
 - Non sappiamo
- 16) Quando ha sottoscritto lo strumento derivato ha ricevuto adeguate informazioni da parte della banca? Sì No
Se sì indichi quale tipo di informazioni:
- Dettagli sul funzionamento dello strumento
 - Cosa avrebbe comportato
 - Altro (specificare):

Grazie per aver partecipato all'indagine.

Invii il questionario compilato all'indirizzo raffaele.dauria@mail.polimi.it

TUTTE LE INFORMAZIONI VERRANNO TRATTATE IN MODO STRETTAMENTE
CONFIDENZIALE SECONDO QUANTO PREVISTO DAL D.LGS 196/2003.