

## INDICE

INTRODUZIONE .....	2
1. LA GESTIONE DEL RISCHIO NELL'IMPRESA .....	4
1.1 Definizione di rischio .....	4
1.2 Classificazioni dei rischi .....	5
1.3 Dalla gestione tradizionale dei rischi alla gestione integrata, l'Enterprise Risk Management .....	6
1.4 Rischio come opportunità, copertura del rischio e creazione di valore .....	12
2. LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CAMBIO .....	14
2.1. Il funzionamento dei rapporti di cambio tra valute .....	15
2.2. L'esposizione al rischio valutario .....	17
2.3. Le fasi del processo di misurazione e gestione del rischio di cambio .....	20
2.4. Il modello VaR come misura dell'impatto del rischio di cambio .....	23
3. LA COPERTURA DEL RISCHIO VALUTARIO .....	30
3.1. Strumenti di origine interna .....	31
3.2. Strumenti di origine esterna, i derivati .....	33
CONCLUSIONE .....	45
Bibliografia .....	47

## INTRODUZIONE

Intraprendere un business nello scenario odierno implica confrontarsi con il fenomeno dell'internazionalizzazione, che innova il concetto di economia e l'organizzazione delle aziende. Tale concetto esprime la tendenza di un'impresa o di un prodotto, nati per uno specifico mercato, ad estendersi al di fuori di tale segmento. L'attività non si concentra più solamente all'interno dei confini nazionali, ma mira alla ricerca di nuove prospettive di espansione verso nuovi mercati e quindi di nuove opportunità di crescita.

Ma perché un'impresa dovrebbe spingersi oltre i propri confini? Possiamo rispondere a questo quesito riprendendo la teoria ricardiana<sup>1</sup>: la catena del valore dell'impresa non è più rapportata ai confini del solo paese, bensì all'intero globo. Per massimizzare i ricavi e minimizzare i costi, allora un'impresa deve estendere i propri confini al fine di ottenere un'allocazione ottimale delle risorse.

Grazie alla globalizzazione, intesa come quel processo che favorisce l'interdipendenza tra realtà economiche differenti e la creazione di un unico mercato, azzerando le distanze geografiche, un'azienda può sfruttare il suo vantaggio competitivo anche al di fuori del territorio nazionale. Da questo

---

<sup>1</sup> Ci si riferisce al Teorema dei costi comparati di Ricardo secondo cui il commercio internazionale non è soggetto alle stesse regole del commercio nazionale, facendo sì che in alcuni stati sia più conveniente produrre che in altri.

scenario economico, caratterizzato da eventi imprevedibili di natura geopolitica e monetaria, emerge preponderante il concetto di “incertezza” e la necessità di adottare una corretta e attenta politica di risk management al fine di salvaguardare l’economicità aziendale. Le opportunità di crescita che nuovi mercati offrono portano con sé un insieme di rischi e problematicità che rendono un’azienda internazionalizzata di fatto maggiormente esposta, rispetto ad un’impresa che opera nei limiti del contesto nazionale.

L’elaborato, dopo una panoramica sui rischi aziendali e sulla gestione di questi, pone l’attenzione sul rischio di cambio, di particolare difficoltà di gestione e valutazione a causa della sua forte natura aleatoria. La complessità che contraddistingue il rischio valutario, richiede quindi un approccio integrato nella gestione strategica dell’esposizione, che inizia con la definizione del cambio di budget in fase di pianificazione, del tasso utilizzato per le conversioni di pagamenti e incassi, e che influenza i prezzi denominati in valuta, dei margini reddituali attesi e delle strategie di copertura (hedging) da adottare.

Appurato il cambio di budget e l’esposizione al rischio valutario per un’azienda, il lavoro ha come obiettivo l’analisi del processo di misurazione del rischio valutario, ipotizzando l’utilizzo di uno dei metodi quantitativi più frequenti, il “Value at Risk”. L’indicatore permette di identificare la percentuale di perdita massima attesa, punto di partenza per l’attività di copertura del rischio valutario del risk manager.

## **CAPITOLO 1**

### **LA GESTIONE DEL RISCHIO NELL' IMPRESA**

#### **1.1 DEFINIZIONE DI RISCHIO**

Il rischio è indubbiamente una caratteristica fondamentale dell'attività economica ed in particolare della funzione imprenditoriale. L'attività d'impresa infatti, è collocata in un contesto caratterizzato da una moltitudine di operatori e variabili, quindi è per sua natura soggetta a numerosi rischi, prevedibili o imprevedibili, in grado di incidere sull'andamento della gestione e sui risultati conseguiti.

L'aumento della volatilità dei mercati finanziari e dello sviluppo continuo, sia degli strumenti di gestione del rischio sia dei prodotti finanziari, hanno accelerato la necessità di una gestione sempre più attiva del rischio finanziario.

Una corretta gestione aziendale non può esulare da un' accurata valutazione dei rischi attuali e potenziali, al fine di mettere in atto la strategia più adatta al contesto aziendale. Un' impresa può scegliere di:

- prevenire il rischio, attraverso un controllo continuo sugli investimenti e sullo svolgimento della gestione;
- limitare il rischio, diversificando gli investimenti da porre in essere;
- assumersi il rischio, non contrastandolo, ma acquisendo consapevolezza della sua esistenza;

- evitare di assumersi il rischio, rinunciando agli investimenti caratterizzati da troppa variabilità;
- trasferire il rischio a terzi, attraverso la predisposizione di contratti apposti con la finalità di hedging (di cui ci occuperemo nei capitoli successivi).

## 1.2 TIPOLOGIE DI RISCHI

Esistono vari tipi di rischi a cui è soggetta l'impresa, distinguibili in vari modi.

In questa sede distinguiamo:

- *rischi strategici*, che impattano sugli effetti e sulla realizzazione delle strategie adottate dall'impresa;
- *rischi operativi*, che scaturiscono dalle diverse procedure amministrative e operative di attuazione delle strategie scelte dall'impresa (errori o inadeguatezza dei processi);
- *rischi finanziari*, che derivano dalla struttura finanziaria, dall'andamento dei mercati finanziari e dalle transazioni con soggetti terzi.

I rischi finanziari sono a loro volta distinguibili in :

- rischio di tasso di mercato, dato dall'esposizione dell'azienda a dei movimenti di mercato sfavorevoli (sui tassi di interesse o di cambio);
- rischio di credito, che si riferisce al mancato rispetto degli obblighi finanziari di una controparte;

- rischio di liquidità, che sotto una duplice valenza, si riferisce al rischio che un tipo di strumento finanziario non possa essere trattato per motivi di mercato o di liquidità, e al rischio che un'azienda non sia in grado di far fronte ai propri obblighi finanziari per mancanza di fondi;
- *rischi puri*, caratterizzati da un effetto comunque negativo, tale che il loro accadimento genera esclusivamente perdite. Rappresentano la categoria residuale al macrogruppo dei *rischi speculativi*, di cui fanno parte tutti i rischi precedentemente citati.

### **1.3 DALLA GESTIONE TRADIZIONALE DEI RISCHI ALLA GESTIONE INTEGRATA, L'ENTERPRISE RISK MANAGEMENT**

“Essere imprenditori, si sa, significa assumersi dei rischi. L'importante, aggiungiamo noi che pratichiamo il risk management, è non assumersi rischi di entità tale da mettere in crisi l'azienda. Parliamo ovviamente di rischi che possono portare perdite o danni e, conseguentemente, incidere sui profitti, sulle quote di mercato dell'azienda o danneggiarne l'immagine.” Così Anita Pappagallo, presidente onorario ANRA risponde alla domanda: “cos'è il risk management?”

Conclude poi il suo discorso “Se si punta esclusivamente al recupero del danno subito, senza riflettere sulle cause, sulle modalità, sulla tipologia, sulla frequenza del sinistro e sui valori coinvolti, si finisce col disperdere gli insegnamenti utili che dal sinistro si possono ricavare per il trattamento dei rischi dell'azienda ed i

suggerimenti per la messa a punto di procedure e per modifiche comportamentali così da impostare una gestione aziendale sempre più affinata al raggiungimento degli obiettivi prefissati, in termini di profitto, quota di mercato e immagine”<sup>2</sup>.

In altre parole, il risk management è il processo attraverso il quale, dopo aver stimato e misurato il rischio connesso ad una determinata attività aziendale, si procede allo sviluppo di strategie per governare tale rischio, così da eliminare o ridurre l’impatto di questo sulla redditività della gestione.

La dinamicità del contesto macroeconomico, caratterizzato da elevata incertezza e instabilità, e delle aspettative degli stakeholder portano l’impresa a cercare in continuazione nuove idee di business, nuovi mercati e nuovi processi produttivi. Tutto ciò genera naturalmente la nascita di nuovi rischi e quindi il conseguenziale sviluppo delle tecniche di management per la copertura di questi.

Nella sua accezione aziendale moderna, il risk management nasce intorno agli anni ’50 negli Stati Uniti e identifica quell’attività di gestione che studia prevalentemente il manifestarsi dei rischi puri all’interno dell’impresa, secondo un’ottica prettamente assicurativa. La graduale separazione dalla gestione assicurativa avviene nel corso dei decenni successivi, quando iniziano a diffondersi gli studi sull’utilizzo di strumenti derivati con finalità di copertura, oltre che speculativa. Si assiste di conseguenza allo sviluppo di una funzione aziendale di risk management volta ad identificare e valutare, oltre ai rischi puri, i

---

<sup>2</sup> [www.anra.it](http://www.anra.it) - Associazione Nazionale dei Risk Manager e Responsabili Assicurazioni Aziendali.

rischi speculativi, con l'obiettivo di minimizzarne gli effetti negativi (downside risk<sup>3</sup>).

È solo dalla seconda metà degli anni '90 che si impone la gestione dei rischi d'impresa nel suo complesso, che considera l'impatto di rischi alternativi a quelli puri e finanziari. Secondo tale approccio, la relazione tra rischio e valore d'impresa inizia a diventare il fulcro del processo di risk management: i manager affiancano al classico obiettivo di massimizzazione del valore d'impresa quello di minimizzazione del rischio.

Agli albori il processo di risk management si identifica con quello che viene universalmente riconosciuto con il nome di *Traditional Risk Management (TRM)*, il quale si occupa dell'identificazione, stima e gestione dei rischi puri, abbracciando un'accezione di rischio solo negativa e trascurando la globalità dei rischi aziendali, ponendosi come obiettivo la creazione di valore aziendale.

Attorno agli anni '70 si sviluppa il *Financial Risk Management (FRM)* che è un ulteriore approccio alla gestione dei rischi e che si focalizza esclusivamente sulla gestione dei rischi finanziari, riguardanti tanto l'area operativa quanto l'area finanziaria (variazione dei tassi di interesse, di cambio, ecc.).

Anche per il FRM, come per il TRM, l'ambito di analisi risulta ristretto: ci si focalizza sui soli rischi finanziari, trascurando i più rilevanti rischi operativi e strategici. Come conseguenza, l'approccio alle singole fonti di rischio non è

---

<sup>3</sup> Ottica che considera il rischio esclusivamente come minaccia.



organico: i rischi puri e i rischi finanziari vengono gestiti separatamente, avendo come unico obiettivo quello della minimizzazione del downside risk.

Il processo di risk management così inteso è un processo di riduzione dell'impatto negativo del rischio, il quale non può che avvenire attraverso il trasferimento del rischio a terzi (assicurazione) o con l'utilizzo di prodotti derivati a fini di copertura. Per questo motivo quando si parla del processo di risk management nel TRM e nel FRM si può usare la più sintetica espressione "*Risk Hedging*".

Tale ottica difensiva non è sempre la scelta ottimale, e può in alcuni casi distruggere valore; l'impresa dovrebbe decidere quali rischi coprire e quali invece evitare o accettare sulla base degli obiettivi strategici prefissati e sul proprio livello di propensione al rischio.

Negli ultimi anni possiamo rilevare un graduale passaggio da un approccio tradizionale, ad un metodo innovativo e più completo quale quello della gestione integrata dei rischi.

Tradizionalmente le imprese hanno adottato un approccio definito dalla letteratura "*silo by silo*", per enfatizzare che la responsabilità di gestire una certa tipologia di rischi era da attribuire esclusivamente all'unità organizzativa minacciata o colpita dal rischio stesso. Nel corso degli anni all'obiettivo di ridurre le perdite si sono aggiunte le finalità di gestire la volatilità e l'ottimizzazione delle performance

(ottica upside risk<sup>4</sup>). Dall'integrazione di questi obiettivi in un'unica visione e dall'abbandono di un'ottica prettamente "difensiva" a favore di un approccio proattivo in cui risalta una visione olistica e trasversale dell'impresa, nasce così l'*Enterprise Risk Management*<sup>5</sup>. Tendenzialmente si può affermare che il risk management si evolve da un'attività settoriale (TRM), ad una gestione integrata che coinvolge un maggior numero di rischi e una molteplicità di attori (ERM).

Non esiste tuttavia un'univoca definizione di Enterprise Risk Management, in questa sede proponiamo la definizione di DeLoach, secondo cui:

"l'ERM è un approccio metodologico strutturato, proattivo e disciplinato che prende in considerazione, in un'ottica di conoscenza e valutazione dei rischi, tutti gli aspetti della gestione aziendale: strategie, mercato, processi, risorse finanziarie, risorse umane, tecnologie"<sup>6</sup>.

L'enfasi è posta su come il rischio, stante la sua natura multiforme e variabile, venga valutato in ragione del suo impatto sull'intera gestione aziendale, assumendo una valenza strategica per il breve e lungo periodo. Occorre a questo

---

<sup>4</sup> Ottica che considera anche i vantaggi connessi all'assunzione dei rischi

<sup>5</sup> Evoluzione del Risk Management. Fonte: M.GIORGINO, B. MONDA *Dal Risk Management all'Enterprise Risk Management* - Polifinance Publishing Ltd, 2014

<sup>6</sup> J. DeLOACH *Enterprise-wide Risk Management: Strategies for linking risk and opportunity*, London, Financial Times/Prentice Hall, 2000

punto spiegare le differenze tra TRM e ERM, seguendo lo schema proposto da Spinard<sup>7</sup>:

<b>DIMENSIONE DI ANALISI</b>	<b>TRM</b>	<b>ERM</b>
<b>RELAZIONE RM-STRATEGIA</b>	Influenza limitata del RM nella definizione dei piani strategici	Supporto effettivo del RM alla definizione dei piani strategici
<b>FOCUS DELLA GESTIONE DEL RISCHIO</b>	RM orientato a gestire le minacce	RM proattivo orientato a identificare i rischi da evitare e quelli da gestire per ottenere vantaggio competitivo
<b>ASSESSMENT DEL RISCHIO</b>	Effettuato con bassa frequenza, reattivo, frammentato, focalizzato su esposizioni di breve periodo	Effettuato con continuità, proattivo, focalizzato su esposizioni di breve e lungo periodo
<b>GESTIONE DEL RISCHIO</b>	A “silo”, ovvero affidata alla funzione aziendale interessata direttamente dal rischio	Integrata, ovvero trasversale all’intera azienda. vale la logica per processi
<b>REPORTING DEL RISCHIO</b>	Report sul rischio assente	Report sul rischio completo e consolidato a livello di società/gruppo
<b>COMUNICAZIONE DEL RISCHIO E COORDINAMENTO ORGANIZZATIVO</b>	Comunicazione e coordinamento limitati o assenti	Comunicazione e coordinamento diffusi in azienda pe rogni categoria di rischi

<sup>7</sup> Fonte schema : SPINARD, *Enterprise Risk Management: A Holistic approach*, 2005

<b>RESPONSABILITÀ DEL RISCHIO</b>	Assenza di responsabilità specifiche per la gestione di alcune categorie di rischi	Assegnazione delle responsabilità della gestione dei rischi in fase di definizione dei piani strategici
---------------------------------------	--	--

#### **1.4 RISCHIO COME OPPORTUNITÀ, COPERTURA DEL RISCHIO E CREAZIONE DI VALORE**

Il nuovo scenario in cui si colloca il risk management evidenzia come la massimizzazione del valore globale dell'impresa non si ottiene solo dal valore della gestione della produzione e dal valore di capitalizzazione sul mercato finanziario, ma anche dal valore generato da un'opportuna gestione del rischio. Diviene fondamentale allineare l'attività di risk management alle attese degli stakeholder, in quanto si massimizza il valore quando gli obiettivi aziendali e i relativi piani strategici sono caratterizzati da un bilanciamento tra rischio atteso e rendimento.

Tali considerazioni possono essere formalizzate considerando il valore dell'impresa, in ottica asset side, come la somma dei flussi generati dalla gestione operativa, attualizzata al costo medio ponderato del capitale (*wacc*). Considerando le relazioni tra i fattori, il valore di un'impresa può aumentare sia aumentando i flussi generati dalla gestione operativa, sia diminuendo il costo medio ponderato del capitale. Quest'ultimo a sua volta è calcolato come media ponderata del costo

dell'equity e del costo del capitale di debito. Il costo del capitale proprio dipende direttamente dal coefficiente di rischio sistematico dell'azienda.

Risulta evidente quindi che una gestione finalizzata a ridurre l'esposizione al rischio dell'azienda diminuisce il costo del capitale proprio, poiché l'impresa è percepita meno rischiosa, aumentando così il valore complessivo.

Le decisioni di risk management possono concretizzarsi nel ridurre l'esposizione ad una minaccia oppure nel cogliere un'opportunità sul mercato attendendosi rendimenti maggiori ma assumendosi rischi altrettanto maggiori. È chiaro quindi che il risk hedging, inteso in ottica difensiva, non è altro che una piccola parte del risk management.

## CAPITOLO 2

### LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CAMBIO

Il rischio di cambio può essere definito come quel rischio derivante dall'oscillazione dei tassi monetari che può generare perdite nel margine operativo aziendale: è pertanto riscontrabile nelle modalità con cui i flussi di cassa economico/finanziari dell'impresa vengono influenzati dall'andamento dei tassi di cambio e si discostano dai flussi di cassa attesi. Per questa motivazione, ogni azienda operante in mercati che adottano sistemi valutari differenti, deve elaborare e implementare un piano di gestione efficace del rischio di cambio.

Come prima cosa l'azienda deve definire un cambio di "riferimento" che le permetta di mantenere stabili i margini commerciali senza subire perdite, in quanto l'obiettivo principale per l'impresa non è speculare sul tasso di cambio, per ottenere un utile, ma fare in modo che la variazione del cambio non vanifichi il ricavo derivante dall'attività reale dell'azienda<sup>8</sup>.

Nell'analizzare l'importanza per un'azienda della gestione del rischio valutario, bisogna considerare la funzione che deve avere la strategia di copertura.

E' stato constatato che nelle imprese italiane prevale una gestione dei rischi finanziari di mercato (tra cui il rischio di cambio) orientata al mercato piuttosto

---

<sup>8</sup> G.ZILLO, E. CECCHETTO, *La gestione di rischi di cambio e tasso in ottica aziendale*, Amministrazione e Finanza, 2011.

che all'azienda stessa. In altre parole, le aziende affrontano la gestione dei rischi di mercato come se fossero un'istituzione bancaria, con il fine di produrre utili tramite investimenti o speculazioni di mercato, tralasciando la salvaguardia degli obiettivi strategici.

Implementare una strategia mirata all'ottenimento di utili dal mercato è totalmente incoerente rispetto alla tutela della gestione operativa e finanziaria dell'impresa, poiché tali strategie proiettano l'impresa in un'ottica di previsione del mercato.

Questo approccio ha portato una molteplicità di imprese a sottovalutare i benefici della gestione del rischio, a non percepire in maniera adeguata gli effetti che una non corretta gestione può produrre o addirittura a considerare inutile la gestione, valutando i risultati totalmente aleatori.

Appare chiaro che per una corretta gestione di un'azienda che opera con l'estero, risulta necessaria una corretta comprensione del funzionamento del mercato valutario, nonché del rischio di cambio e del suo impatto.

## **2.1 IL FUNZIONAMENTO DEI RAPPORTI DI CAMBIO FRA VALUTE**

Nessuna valuta ha un prezzo in sé, bensì il suo valore viene sempre espresso in relazione ad un'altra divisa. Il tasso di cambio, infatti, esprime il prezzo al quale una valuta può essere scambiata con un'altra valuta. I flussi di cassa derivanti dalla vendita di prodotti, servizi o attività denominati in valuta estera sono scambiati sui mercati valutari (Foreign eXchange market).

Nelle due valute a confronto, una è definita “termine certo” mentre l’altra “termine incerto”; quando parliamo di EUR/USD ad esempio, il “termine certo” è rappresentato dall’Euro, mentre il “termine incerto” è il Dollaro Americano. Attraverso questa convenzione si vuole indicare quante unità di termine incerto sono necessarie per acquistare una singola unità di termine certo.

Quanto detto può essere formalizzato in un esempio: prendiamo a riferimento il tasso di cambio EUR/USD, pari a 1,13, ciò significa semplicemente che sono necessari 1,13 Dollari Americani per acquistare 1 Euro. Possiamo anche esprimere il rapporto di cambio nel verso opposto, ovvero in termini di USD/EUR; in questo caso il rapporto sarà pari a  $(1/1,13)$ , ovvero 0,8849 Euro necessari per acquistare 1 Dollaro Americano.

Per comprendere gli effetti di un’oscillazione del rapporto di cambio, ipotizziamo che oggi il rapporto di cambio EUR/USD si attesti ad 1,13.

Se tra un certo numero di mesi questo tasso sarà pari a:

- EUR/USD = 1,2, abbiamo assistito ad una svalutazione del Dollaro Americano nei confronti dell’Euro o, reciprocamente, ad una rivalutazione dell’Euro sul Dollaro Americano. Necessitiamo infatti di un quantitativo maggiore di \$ per acquistare una singola unità di € (deprezzamento del cambio).
- EUR/AUD = 1,02, abbiamo assistito ad una rivalutazione dell’USD nei confronti dell’EUR o, reciprocamente, ad una svalutazione dell’EUR



sull'USD. Necessitiamo infatti di un quantitativo minore di \$ per acquistare una singola unità di € (apprezzamento del cambio).

## 2.2 L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO VALUTARIO

Un'impresa si trova esposta al rischio di tasso di cambio sia se opera direttamente con l'estero, sia se investe all'estero. Nel primo caso, il rischio si manifesta intensamente in caso di transazioni non regolate in contanti, ma con la nascita di crediti e debiti.

Entrando più nel dettaglio, comunemente vengono identificate tre differenti tipologie di esposizione al rischio di tasso di cambio<sup>9</sup>:

- 1) *esposizione al rischio valutario contabile*. È definibile come il rischio che un'esportazione o importazione in divisa estera sia incassata o pagata ad un cambio peggiore di quello rilevato al momento della fatturazione;
- 2) *esposizione al rischio valutario economico-competitivo*. È definibile come il rischio che le variazioni dei rapporti di cambio possano impattare negativamente sulla redditività o marginalità aziendale futura e sulla competitività aziendale nei mercati internazionali;
- 3) *esposizione al rischio valutario traslativo*. È il rischio che, al momento della conversione in divisa dei bilanci di una serie di società controllate operanti in paesi con valuta diversa, ma appartenenti al medesimo gruppo,

---

<sup>9</sup> HULL .J., *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson, 2018

si possano verificare impatti negativi a livello di patrimonio netto del gruppo (non rilevante ai fini della nostra trattazione).

In molte situazioni si tende a ricondurre l'intero rischio valutario alla sua sola componente contabile, quella che si manifesta in maniera più evidente.

È necessario, tuttavia, discernere tra rischio di cambio a livello contabile e a livello economico-competitivo, in quanto fanno riferimento a due momenti temporali diversi. Distinguiamo tra momento in cui vengono fissati i prezzi di listino in valuta, momento in cui si emette la fattura e momento in cui si incassa l'importo fatturato. In questo orizzonte temporale di lunghezza variabile il rapporto di cambio può chiaramente subire oscillazioni tanto maggiori quanto più lungo è l'intervallo.

La contabilità tuttavia rileva solamente le differenze sui cambi che intercorrono tra il momento della fatturazione ed il momento dell'incasso, originando un utile su cambi se il tasso di cambio si è mosso favorevolmente o una perdita su cambi se il movimento è stato sfavorevole<sup>10</sup>. Nella realtà il vero impatto del rischio valutario sui margini aziendali, e quindi sulla redditività, è visibile solo confrontando il tasso di cambio al momento della fissazione dei prezzi di listino con quelli rilevati al momento dell'incasso.

---

<sup>10</sup> HORCHER K. A., *Essentials of Financial Risk Management*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2005.

Ipotizziamo di essere un produttore che esporta i propri prodotti all'estero: in un primo momento si fissano i prezzi di listino e un rapporto di cambio. Nei mesi che intercorrono tra il momento della fissazione dei prezzi e il momento della fatturazione, la moneta estera potrebbe svalutarsi nei confronti di quella nazionale causando un minor ricavo per l'esportatore rispetto a quanto fissato di listino.

A livello contabile tale differenza negativa non viene in alcun modo rilevata.

Nel momento in cui il cliente provvede a pagare la fattura, rispettando la dilazione di pagamento concessa, a tale data la moneta estera potrebbe essersi di poco rivalutata rispetto alla moneta nazionale. Paradossalmente il credito verrà incassato ad un cambio più vantaggioso per l'esportatore rispetto a quello rilevato al momento della fatturazione.

In conclusione è possibile affermare che pur avendo contabilmente l'apparenza che il rischio di cambio si sia manifestato positivamente, nella realtà l'esportatore sopporta economicamente una ripercussione negativa. Se infatti confrontiamo il tasso di cambio al momento della definizione dei listini in valuta, con il tasso al momento dell'incasso della fattura, si può osservare che vi è stata una ripercussione negativa in quanto la moneta estera si è deprezzata nei confronti di quella nazionale. In questo specifico esempio, l'azienda si trova ad incassare complessivamente un ammontare inferiore rispetto a quello fissato con il rapporto di cambio, con una riduzione della marginalità aziendale.

Il semplice esempio sopra riportato ci permette di affermare che, anche a fronte di differenze positive su cambi, un'azienda può subire comunque un impatto negativo sulla sua redditività e di conseguenza sulla competitività. La componente di rischio definita “economico-competitiva” deve essere quella su cui riporre maggiore attenzione e che si deve cercare di eliminare o, quantomeno, ridurre.

Il presidio del rischio valutario di carattere economico-competitivo è fondamentale in un'ottica di competitività aziendale nei mercati internazionali. In assenza di coperture del rischio, qualora il rapporto di cambio tra la valuta domestica e la valuta di fatturazione sia molto volatile, è possibile che una svalutazione della valuta domestica nei confronti di quella straniera comporti una enorme riduzione della marginalità aziendale o, in casi di estrema volatilità, addirittura una perdita economica.

### **2.3 LE FASI DEL PROCESSO DI MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CAMBIO**

L'attività di risk management inizia in fase di pianificazione ed in particolare con la determinazione del *cambio di budget*. Quest'ultimo svolge la funzione di parametro-obiettivo, permettendo un confronto tra risultati programmati e consuntivi; inoltre favorisce la valutazione delle performance manageriali circa il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

In particolare, si possono classificare due tipologie di gestione con impatto sulle differenti funzioni aziendali: strategica e operativa.

La *gestione strategica* viene identificata nella fase di pianificazione di strategie e obiettivi e va a definire l'esposizione al rischio. Pone l'attenzione sulle problematiche racchiuse nella scelta della valuta di fatturazione e nella definizione dei prezzi di listino. Infatti, la regolamentazione può avvenire nella valuta del contraente o nella valuta nazionale.

Invece la *gestione operativa* fa riferimento ad attività di politica aziendale attuate in relazione all'andamento nel tasso di cambio nel breve periodo.

In relazione alla natura dell'esposizione si possono poi identificare due tipi di approcci di gestione del rischio di cambio che un'azienda può adottare.

- la *gestione statica*, definita anche "*Buy and hold*", che consiste nell'adozione di una strategia di copertura nel momento in cui si genera l'esposizione al rischio e nel successivo mantenimento fino a scadenza. Tale approccio viene adottato in presenza di poca propensione al rischio, limitatamente alla gestione del rischio transattivo e ha come oggetto anche contratti derivati molto complessi, dato che non richiede uno o più smobilizzi della copertura durante la vita dell'esposizione al rischio. Presenta alcuni svantaggi, tra cui la perdita di competitività, il possibile peggioramento della redditività aziendale;

- d'altra parte, la *gestione dinamica* consiste in un'attività sistematica di coperture e scoperture in relazione all'andamento valutare. È caratterizzata da un livello di maggiore flessibilità, grazie alla possibilità di aggiornare il profilo di copertura continuamente, in relazione alle esigenze del risk management e ad eventuali oscillazioni del cambio. A differenza della gestione statica, permette il controllo di tutte le tipologie di rischio di cambio e incrementa quindi l'orizzonte temporale di copertura.

Una volta comprese le tipologie di gestione del rischio valutario, possiamo articolare tale processo in otto passi da seguire<sup>11</sup>:

- 1) individuazione del momento in cui sorge il rischio valutario (importazione, incasso, fissazione dei prezzi di listino) e identificazione dell'esposizione valutaria;
- 2) verifica della possibilità di trasferire il rischio sul cliente o sul fornitore;
- 3) fissazione, per le esposizioni nette nelle varie divise, di un rapporto di cambio target da proteggere con i vari strumenti finanziari di copertura;
- 4) quantificazione delle esposizioni nette verso le singole valute e le rispettive scadenze attraverso la costruzione di un bilancio di previsione (budget di cambio);

---

<sup>11</sup> FLOREANI A., *Enterprise Risk Management, I rischi aziendali ed il processo di Risk Management*, Università Cattolica, Milano, 2004.

- 5) misurazione del rischio attraverso il VaR e determinare la perdita potenziale;
- 6) individuazione degli strumenti di copertura più idonei, garantendo, al contempo, un basso costo della copertura ed una sufficiente flessibilità;
- 7) simulazione dell'applicabilità dei derivati sulla base delle previsioni;
- 8) valutazione e monitoraggio "ex post" dei risultati della strategia di copertura adottata, verificando se i cambi medi di incasso e pagamento sono stati coerenti con i tassi di cambio obiettivo.

#### **2.4 IL MODELLO VaR COME MISURA DELL'IMPATTO DEL RISCHIO DI CAMBIO**

Fino agli anni '80 vi è stata una notevole difficoltà di quantificazione del rischio e del conseguente impatto sulla redditività. A partire dagli anni '90 venne identificato uno dei metodi di misurazione del rischio divenuto poi tra i più utilizzati: il VaR<sup>12</sup>.

Il *Value at Risk* rappresenta la perdita massima potenziale, in termini monetari, su un'esposizione in divisa estera (o assumendo una certa posizione o detenendo un certo portafoglio, per altri tipi di rischi), per un orizzonte temporale definito e si

---

<sup>12</sup> La J.P.Morgan, nota banca di investimento americana, è stata una delle prime a sviluppare questo modello

configura come una misura che assume valori differenti in corrispondenza dei differenti livelli di confidenza che si considerano nella stima<sup>13</sup>.

La formula seguente rappresenta la probabilità di realizzo della perdita massima attesa:

$$Pr ( L > VaR ) = 1 - c$$

dove, **L** rappresenta la perdita potenziale realizzabile, **c** il livello di confidenza e

$$VaR = r_{1-c} * Vm$$

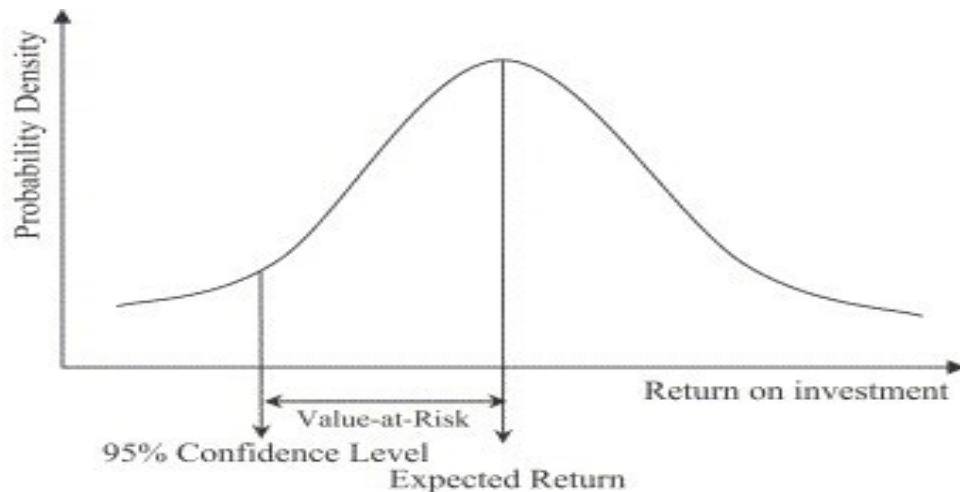
Con **Vm** = valore di mercato e **r** = rendimento negativo che soddisfa probabilità definita precedentemente.

Si tratta di un metodo che viene adattato ad un'ampia gamma di rischi (di credito, di cambio, di tasso di interesse, di volatilità dei prezzi dei titoli), in quanto aggrega in un solo valore di output più combinazioni di fattori rischio da analizzare. Inoltre il VaR non si limita ad offrire una misura statica del rischio in quanto non cerca di annullarlo completamente, ma si propone di individuare un livello di rischio accettabile. Tale livello diventa un cut off rate scartando gli investimenti con un grado di rischiosità maggiore e accettando quelli con grado di rischiosità minore.

---

<sup>13</sup> FLOREANI A. , Enterprise risk management, ISU, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano 2004





Come evidenziato dalla figura, calcolare il VaR con livello di confidenza pari al 95% significa di fatto lasciare escluso il 5% di probabilità nella coda sinistra della distribuzione. Questo implica che la perdita massima in cui una determinata esposizione può incorrere non sarà superiore ad un certo valore monetario nel 95% dei casi.

Esemplificando, un VaR di €1 milione per un portafoglio su un orizzonte temporale di un mese, con un livello di confidenza del 95%, significa che la massima perdita che il portafoglio può rilevare nei prossimi 30 giorni sarà pari a €1 milione nel 95% dei casi.

Tale metodologia si caratterizza per il fatto che la stima del guadagno e della perdita di uno o più strumenti finanziari, siano valutabili mediante una funzione di densità di probabilità.

Il VaR è caratterizzato da alcuni parametri chiave: l'holding period, inteso come l'arco temporale di durata dell'esposizione; il livello di confidenza, considerato come la probabilità che la perdita massima non superi il VaR (i livelli di confidenza utilizzati normalmente sono 99 e 95%); l'ammontare dell'esposizione; la volatilità del fattore rischio.

Soffermandoci sull'analisi della volatilità del tasso di cambio, questa risulta fondamentale per la misurazione del VaR e per la conseguente definizione della strategia di copertura più idonea. Essa identifica lo scostamento dei prezzi rispetto al loro valore medio e richiede particolare attenzione in quanto da essa dipende la bontà della stima della perdita per l'azienda in caso di assenza di copertura. Viene identificata attraverso la deviazione standard riferita all'orizzonte temporale dell'esposizione al rischio.

La misurazione del VaR può avvenire attraverso una serie di modelli, ma i più comunemente utilizzati sono il metodo della simulazione storica, il metodo della varianza-covarianza (o approccio Delta Normal) e il metodo Monte Carlo.

- *Il metodo della simulazione storica* ha come obiettivo principale la simulazione della perdita potenziale associata ad un portafoglio sulla base della distribuzione che ha avuto in passato. Vengono quindi calcolate le variazioni intervenute durante l'holding period impiegato. La posizione in cambio viene identificata utilizzando una serie di cambi storici che producono

una distribuzione di perdite nel valore del cambio. Nonostante la semplicità, richiede comunque una base dati di grandi dimensioni.

- La *simulazione Monte Carlo* prevede per l'appunto la simulazione di possibili scenari basati su un campionamento casuale. Il primo passo è quello di identificare i fattori di input del modello che possono influenzare in maniera più sensibile il rendimento dell'attività finanziaria; su ognuno di questi parametri dovrà poi essere formulata un'ipotesi sulla sua distribuzione di probabilità. Successivamente, questi parametri verranno messi in relazione tra loro tramite la formulazione di un modello matematico che ne definisca la relazione col rendimento dell'attività finanziaria. Infine, ci si servirà di un generatore numerico pseudo-casuale per produrre vari possibili scenari di andamento dei fattori sottostanti al modello i quali determineranno a loro volta una distribuzione casuale dei rendimenti della posizione. Il VaR verrà calcolato a partire da questa distribuzione casuale così generata.

Uno dei vantaggi è dato dalla possibilità di gestire qualsiasi distribuzione sottostante in modo preciso e più aderente alla realtà, anche quando i fattori sono non lineari (per esempio le opzioni), ma il calcolo si presenta comunque molto elaborato. La bontà della stime della perdita in cui l'azienda può incorrere qualora non optasse per uno strumento di copertura, dipende principalmente dalla volatilità dei tassi di cambio per la quale appunto è richiesta particolare attenzione.

- Il metodo “varianza-covarianza” o *Delta Normal* (modello parametrico) si caratterizza per rendimenti valutari distribuiti secondo una Normale, e per la variazione del valore della posizione in cambi che dipende linearmente da tutte le variazioni dei valori delle singole posizioni cambio. Si basa quindi sulla linearità del rendimento di portafoglio rispetto ai fattori di rischio.

Il modello parametrico non segue una logica di full-valuation, che invece contraddistingue i modelli basati sulle simulazioni.

Il VaR di una posizione, in questo caso, è stimato come prodotto di tre elementi: il valore di mercato della posizione (VM), la sensibilità del VM a variazioni del fattore di mercato ( $\delta$ ), la volatilità stimata del fattore di mercato ( $\sigma$ ) e un fattore scalare  $\alpha$  corrispondente al livello di confidenza desiderato.

Il prodotto fra  $\sigma$  e  $\alpha$  esprime la potenziale variazione sfavorevole del fattore di mercato.

In formula:

$$VaR = VM \cdot \delta \cdot \sigma \cdot \alpha$$

Il modello di varianza-covarianza è caratterizzato dalla velocità e semplicità di calcolo, ma d'altra parte, si caratterizza per assunzioni restrittive di una distribuzione dei rendimenti che segue una curva gaussiana e di una combinazione lineare della posizione totale di cambio.

In generale per quanto riguarda il Value at Risk relativo al rischio di cambio, ossia la determinazione della massima perdita potenziale connessa alle variazioni dei tassi di cambio, i passi da seguire sono:

- 1) generazione dei cash flow, ossia si individuano i flussi di cassa del portafoglio per poi associarli alle rispettive scadenze (per semplicità ne consideriamo uno);
- 2) determinazione del valore attuale (VA) dei flussi relativi ad ogni diversa divisa attualizzando i flussi di cassa in base al tasso di cambio;
- 3) quantificazione delle volatilità degli scostamenti dei tassi di cambio attraverso il calcolo della deviazione standard ( $\sigma$ );
- 4) definizione delle risk position come segue:

$$RP = VA \times \text{intervallo di confidenza definito} \times \sqrt{\text{orizzonte temporale di riferimento}}$$

- 5) creazione della matrice delle correlazioni relativa agli scostamenti dei tassi di cambio;
- 6) calcolo del Value at Risk come il prodotto, sotto radice, tra il vettore delle RP, il vettore trasposto delle RP e la matrice delle correlazioni.

Esemplificando, un VaR di 50.000€ indica che se si detenesse un portafoglio per l'orizzonte temporale considerato, per esempio un anno, senza apportare alcuna modifica a questo, la massima perdita potenziale che si potrebbe subire durante l'anno non potrà essere maggiore di 50.000€ con una probabilità data dal livello di confidenza considerato.

## CAPITOLO 3

### LA COPERTURA DEL RISCHIO VALUTARIO

Una volta studiata e misurata la massima perdita potenziale derivante dall'oscillazione sfavorevole dei rapporti di cambio, non ci resta che analizzare gli strumenti di copertura del rischio.

Per prima cosa l'impresa, per tutelarsi da perdite derivanti dalle oscillazioni, ricerca una compensazione di partite in medesima valuta, ma di segno opposto, al fine di ottenere una copertura "naturale" a tale oscillazione.

Inoltre, in presenza di un mercato poco concorrenziale e di aziende che godono di posizioni forti in termini di competitività, il rischio valutario viene normalmente trasferito a clienti e fornitori con un incremento dei prezzi. Nei restanti casi, una gestione efficiente del rischio di cambio richiede la messa a punto di metodi di copertura in grado di minimizzare l'effetto delle oscillazioni dei tassi di cambio sui flussi di cassa e nel bilancio d'esercizio.

Le strategie di copertura possono classificarsi in:

- "interne", se si riferiscono alla sfera operativa dove si interviene per cercare di ridurre l'esposizione al rischi;
- "esterne", se riferite a strumenti finanziari (contratti) in grado di coprire dal rischio, ossia i derivati.

### 3.1 STRUMENTI DI ORIGINE INTERNA

Per quanto concerne gli strumenti di origine interna, essi non richiedono la stipula di contratti con terzi, risultando quindi maggiormente utilizzati soprattutto presso aziende o gruppi di piccole dimensioni<sup>14</sup>.

I tipici strumenti interni di gestione del rischio di cambio sono:

- la *fatturazione in valuta* delle esportazioni, metodo che permette la traslazione o la condivisione del rischio di cambio con la controparte del contratto a seconda del potere contrattuale delle parti;
- il *matching*, inteso come la compensazione di operazioni con ugual scadenza e valuta di riferimento ma con segno opposto, bilanciando la posizione netta e diminuendo i volumi della conversione valutaria;
- il *netting*, strategia che prevede di controbilanciare posizioni passive con posizioni attive attraverso la compensazione dei flussi intragruppo. È un'attività che trova largo impiego, infatti, nelle aziende multinazionali;
- il *metodo "Leads and Lags"*, che consiste nel regolare in anticipo o posticipatamente le posizioni finanziarie nate da un rapporto commerciale di import-export. Il ritardo o l'anticipo dei flussi in valuta è guidato dall'andamento del tasso di cambio più favorevole per l'impresa. Con il

---

<sup>14</sup> Fonti: V. CANTINO, *Rischio di cambio, tecniche di gestione e di rilevazione*, Giuffrè editore, Milano 2000; A. FORNASINI, M. FARONI, *Rischio di cambio e finanza d'impresa, metodologie e strumenti per la gestione della tesoreria valutaria aziendale*, Etaslibri

termine Lead si intende l'anticipo dei pagamenti ed è una strategia che viene adottata da chi pone in essere un contratto in cui è destinato a ricevere (o pagare) una somma espressa in valuta debole (o forte) così da essere meno svantaggiato dall'eventuale deprezzamento (o apprezzamento). Con la parola Lag, all'opposto, si intende il regolamento differito, ed è una strategia che adotta chi deve incassare (o pagare) un ammontare in valuta forte (o debole), così da trarre vantaggio dall'eventuale apprezzamento (deprezzamento) della divisa;

- il *Reinvoicing*, tecnica di copertura che mira a centralizzare la gestione delle operazioni in valuta diversa in un'unica filiale finanziaria detta *centro di rifatturazione*. Sarà quest'ultima ad occuparsi quindi di acquistare prodotti in valuta per tutte le società del gruppo, e a fatturarli alle altre filiali nelle rispettive monete. Il centro di rifatturazione si assume così il rischio per tutte le consociate;
- il *cash pooling*, strategia che consiste nell'accentramento di tutte le risorse finanziarie (flussi in entrata e in uscita) di un gruppo in una società, con il trasferimento fisico di fondi presenti su conti correnti bancari delle consociate presso il pool di una società;
- i *prezzi di trasferimento*, strumento utilizzato dalle multinazionali. Attraverso la scelta della moneta di fatturazione da parte di una consociata che vende, è



possibile spostare il rischio di cambio a carico delle consociate che comprano, o viceversa, al fine di limitare l'esposizione complessiva del gruppo;

- *apertura di conti correnti in valuta estera*, strategia che permette di incassare e pagare in valuta estera più rapidamente, riducendo il costo di commissioni di conversione. In particolare non prevedendo la traduzione, non espone l'azienda all'oscillazione del cambio. Tale tecnica garantisce la centralizzazione della tesoreria in un'unica entità, il miglioramento del risultato economico grazie alla minimizzazione di interessi passivi, maggior potere negoziale nei confronti delle banche e un maggior livello di controllo sulle operazioni finanziarie.

Lo scopo della copertura non consiste nel prevedere l'andamento dei tassi di cambio, ma nell'analizzare il rischio che può impattare sui risultati aziendali, al fine di adottare una politica attiva di difesa e di miglioramento del margine di profitto.

### **3.2 GLI STRUMENTI DI ORIGINE ESTERNA, I DERIVATI**

Per quanto riguarda invece le strategie di copertura esterne, ci riferiamo soprattutto ai derivati: un derivato è uno strumento finanziario o un altro contratto che possiede le seguenti caratteristiche<sup>15</sup>:

---

<sup>15</sup> Principi contabili , OIC 32, "Strumenti finanziari derivati"

- a) contratti il cui valore varia in relazione all'andamento dell'attività sottostante, definita come “underlying asset”, che può essere di natura reale (petrolio, metalli, ecc.) o finanziaria (titoli, tassi di cambio, tassi di interesse, ecc.);
- b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato;
- c) è regolato a data futura.

L'utilizzo dei prodotti derivati nelle operazioni di cambio consente una gestione maggiormente flessibile dello stesso rispetto agli strumenti tradizionali di copertura (ad esempio, contratti a termine su valuta, finanziamenti in valuta, ecc.). Gli strumenti derivati sono in continua evoluzione, mantenendo il passo dell'evoluzione dei mercati finanziari. Per questo motivo ne esistono vari tipi, tra cui i più noti sono: i futures, le opzioni e gli swap.

#### *A. Currency Future*

Il currency future è un contratto a termine, standardizzato e negoziato su mercati regolamentati, relativo a un'operazione di acquisto/vendita di valuta, in una data futura, a un tasso di cambio prefissato al momento della stipula del contratto.

Si tratta di un contratto derivato simmetrico, che sancisce l'impegno assunto da due controparti ad adempiere a scadenza una certa obbligazione. La posizione si chiude con la consegna (o il ritiro) della valuta sottostante alla scadenza del

contratto oppure attraverso la negoziazione di un contratto di segno opposto prima della scadenza.

La parte acquirente (o venditrice) del contratto a termine fissa il prezzo a cui acquisterà (o venderà) la valuta estera e alla scadenza realizzerà un profitto se la quotazione spot<sup>16</sup> della valuta estera è superiore (o inferiore) al prezzo prefissato. Questa situazione è assimilabile a quella di un esportatore (o importatore) che ha fissato il prezzo in valuta straniera e che riceverà (pagherà) tale valuta alla scadenza della dilazione di pagamento concessa al cliente (dal fornitore).

I currency futures possono essere utilizzati in relazione ai seguenti obiettivi:

- ✓ copertura di posizioni in valuta contro indesiderate variazioni dei tassi di cambio;
- ✓ speculazione sull'andamento della valuta sottostante;
- ✓ arbitraggio.

La gestione del rischio cambio attraverso la negoziazione di contratti a termine è abbastanza semplice e prevede un'immunizzazione totale circa l'esposizione del rischio valutario: indipendentemente dall'andamento del tasso di cambio in un determinato periodo, l'azienda si garantisce la vendita o l'acquisto di valuta estera ad un cambio effettivo fissato a priori.

---

<sup>16</sup> Il prezzo a pronti (o prezzo spot) è il prezzo che un acquirente deve corrispondere al venditore per acquistare un bene oppure un'attività finanziaria la cui consegna è immediata, ossia contestuale alla stipula del contratto di compravendita

Si consideri un investitore statunitense che acquista titoli di Stato italiani per un valore di 1.000.000 € e decide di detenere tali titoli fino alla fine dell'anno; egli, infatti, ritiene che i tassi d'interesse dell'Euro scenderanno. L'investitore intende coprirsi da un deprezzamento dell'Euro nei confronti del Dollaro e decide, quindi, di vendere contratti futures Dollaro/Euro. Se a fine anno le aspettative dell'investitore circa i tassi d'interesse e il deprezzamento si sono verificate: è aumentato l'investimento in Euro, ma si è avuta una perdita in dollari. Sul mercato future, però, si è registrato un profitto che andrà a coprire la perdita in dollari.

### *B. Currency Option*

Le opzioni su valuta sono contratti derivati che attribuiscono al compratore il diritto di acquistare (call option) o vendere (put option) a un prezzo prefissato e ad una certa data una determinata quantità di valuta estera. A differenza dei contratti a termine le opzioni sono dei contratti asimmetrici in quanto soltanto una parte si assume l'impegno di soddisfare i diritti della controparte, che invece gode solo della facoltà di decidere se esercitare o meno i diritti impliciti del contratto.

Per quanto concerne gli elementi che caratterizzano un'opzione possiamo identificare:

- il sottostante, che può essere di varia natura ad esempio un titolo azionario, un indice, una valuta estera (nel nostro caso), una qualsiasi attività finanziaria o reale;
- la scadenza, si può riconoscere l'esercizio solo in corrispondenza della scadenza (opzioni europee) o in qualsiasi momento entro la scadenza (opzioni americane);
- il prezzo d'esercizio (strike price) a differenza del prezzo del bene sottostante di norma rimane invariato e costituisce il prezzo al quale si può acquistare o vendere l'attività.

Nel dettaglio, per quanto concerne il funzionamento di un'opzione call in data odierna, l'holder (il compratore) paga il premio al writer (venditore) e gode della facoltà di mantenere il possesso dell'opzione o venderla. Alla data di scadenza potrà poi decidere di esercitare o meno l'opzione.

Il punto centrale del meccanismo delle opzioni è rappresentato dal pagamento del premio da parte di chi acquista l'opzione stessa. Il premio è commisurato a diverse variabili quali la durata del contratto, le previsioni di andamento delle parità di cambio. Di conseguenza il premio assume un'importante valenza segnaletica poiché tende ad indicare la valutazione effettuata dal mercato del

campo di prevedibile oscillazione delle quotazioni delle valute nel periodo di riferimento<sup>17</sup>.

Si consideri un'impresa esportatrice italiana che, prevedendo un ribasso nel cambio Euro/Sterlina, decide di cautelarsi da un simile evento acquistando una currency put option. In particolare, al momento della stipula del contratto la quotazione è di 1,47 €/£; l'impresa acquista un'opzione put, che le attribuisce il diritto a vendere, alla scadenza, un certo ammontare di sterline al cambio di 1,51 €/£. Il premio pagato è pari al 4% del prezzo spot al momento della stipula del contratto:  $0,04 \times 1,47 = 5,9 \text{ cent } \text{€}/\text{£}$ .

Il giorno della scadenza l'opzione è *at the money*, ovvero lo strike price è pari al tasso di cambio (1,51 €/£). Per l'impresa è indifferente esercitare o meno l'opzione e sopporta, comunque, una perdita pari al premio.

Si supponga ora che alla data di scadenza il tasso di cambio sia superiore a 1,51 €/£ (opzione *out of the money*). L'impresa non esercita l'opzione, ma vende le sterline sul mercato a pronti. In questo caso si possono verificare due situazioni:

1. il tasso di cambio è superiore a 1,51 €/£, ma inferiore alla somma tra tale importo e il premio pagato, ad esempio è pari a 1,54 €/£, quindi registra comunque una perdita;

---

<sup>17</sup> CANTINO V. - *Rischio di cambio tecniche di gestione e rilevazione*, Giuffrè editore, Milano 2000

2. il tasso di cambio è superiore alla somma tra lo strike price e il premio, ad esempio è pari a 1,6 €/£, ottenendo un utile senza l'esercizio dell'opzione.

Si suppone, infine, che alla scadenza dell'opzione il cambio sia inferiore a 1,51 €/£ (opzione *in the money*) e l'impresa esercita l'opzione. Anche in questo caso si possono verificare due situazioni differenti:

a. il cambio €/£ è maggiore della differenza tra lo strike price e il premio ed inferiore a 1,51 €/£, ad esempio è pari a 1,48 €/£. In questo caso, esercitando l'opzione, l'impresa sostiene una perdita pari all'utile valutario meno il premio;

b. il cambio €/£ risulta inferiore a 1,451 €/£ (differenza tra strike price e premio), ad esempio pari a 1,44€/£ e l'impresa esercita l'opzione ed ottiene profitto.

Per attenuare il rischio di mantenere una posizione “aperta” in cambi, sono nate le *Opzioni Multiple o Cylinder Option*, che consistono dell'accoppiare due opzioni distinte in un'unica operazione, al fine di limitare il massimo guadagno e la massima perdita in riferimento ad un'operazione. In alternativa alle due soluzioni tradizionali (acquistare una put che fissa il limite massimo di perdita e vendere una call che delimita il massimo guadagno possibile), l'azienda che opera in valuta estera può acquisire un'opzione multipla che raggruppa le due soluzioni tradizionali: l'impresa così si espone al rischio di oscillazione dei cambi entro limiti ben definiti.

Le *participating option*, infine, comprendono una clausola che, a fronte di una riduzione del premio, limita il guadagno massimo ottenibile in caso di andamento favorevole dei cambi.

### C. *Gli Swap*

Un'altra tipologia di strumenti finanziari di copertura è lo Swap, che prevede l'accordo tra due parti per scambiarsi periodicamente fra loro flussi di pagamenti (cash flow) legati a determinate attività sottostanti, in cambio di ugual operazioni di segno opposto a una data futura prestabilita dalle parti.

I contratti swap vengono negoziati in mercati OTC, pertanto non sono assoggettati a regole circa la standardizzazione, né a controlli da parte di organi preposti.

In relazione al bene sottostante, si possono contraddistinguere differenti tipologie di swap: *interest rate swap*, *currency swap*, *asset swap*, *credit default swap*.

Più in dettaglio, attraverso la sottoscrizione di un *currency swap*, due controparti si impegnano a scambiarsi flussi di pagamento periodici in due diverse valute, relativamente al capitale e al pagamento degli interessi, secondo le specifiche modalità contrattuali.

Un simile contratto comporta sia uno scambio a pronti di una data quantità di una valuta in cambio di un'altra valuta al tasso di cambio corrente, sia uno scambio di segno opposto a termine (al medesimo tasso di cambio). Inoltre è prevista la



corresponsione da parte di entrambe le controparti, per tutta la durata del contratto, degli interessi periodici maturati sull'ammontare di valute scambiate.

Ognuna delle due controparti assume contemporaneamente una posizione lunga, relativa ad un'attività, che frutta interessi attivi nella valuta di denominazione di tale posizione, e una posizione corta, relativa ad una passività, che comporta interessi passivi nella valuta di denominazione della posizione corta<sup>18</sup>.

A seconda del tasso che viene scambiato è possibile distinguere le currency swap:

- *fixed-for-fixed*, che prevede lo scambio del capitale e degli interessi di un prestito a tasso fisso denominato in un'altra valuta;
- *floating-for-fixed (currency coupon swap)*, in cui si scambia il tasso variabile denominato in una certa valuta con il tasso fisso denominato in un'altra valuta;
- *floating-for-floating* in cui si scambiano due tassi variabili denominati in due diverse valute.

Le finalità per le quali il currency swap viene tipicamente concluso sono essenzialmente<sup>19</sup>:

- ✓ limitare o eliminare l'impatto che eventuali variazioni del tasso di cambio possano determinare sulle operazioni di finanziamento;

---

<sup>18</sup> Glossario finanziario di [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it)

<sup>19</sup> Diritto finanziario - Currency Swap: la definizione e un caso pratico, I. Porchia, Il Sole 24ORE 2011

- ✓ creare titoli ottenuti da combinazioni di caratteristiche differenti di strumenti finanziari;
- ✓ trasformare le attività/passività denominate in una certa valuta in attività/passività denominate in un'altra valuta.

Il contratto più diffuso di questo tipo è rappresentata dai *Domestic Currency Swap (DCS)*, in cui le due controparti (importatore ed esportatore) si scambiano debiti e crediti nella medesima valuta, sorti in seguito a transazioni commerciali poste in essere, con pagamenti periodici di interessi ed eliminando così i rischi di cambio legati alle posizioni. Il DCS viene svolto tra due operatori che incorrono in rischi di cambio diametralmente opposti, in quanto l'esportatore avrà un vantaggio dal rafforzamento del dollaro mentre l'importatore trae vantaggio dalla situazione opposta.

Si tratta di una categoria molto diffusa in Italia grazie principalmente alla semplicità della struttura, infatti a differenza di un contratto a termine, questo derivato prevede a scadenza lo scambio di solo le differenze che si saranno verificate tra il tasso di cambio effettivo e quello prestabilito.

Le DCS possono comprendere, come le opzioni, una clausola *participating* che permette di evitare il mancato conseguimento di un guadagno in caso di andamento sfavorevole dei cambi, contro un costo dell'operazione che si attesta ad un livello più elevato.

Un altro contratto di tipo swap è il *Callable Swap*, che rappresenta una combinazione di un'operazione di swap e di una opzione di rinuncia da esercitare eventualmente al momento della scadenza del contratto, previo pagamento di un premio. Un'impresa indebitata in valuta, o con crediti in valuta, alla scadenza di un contratto callable swap, darà esecuzione al contratto in caso di andamento favorevole dei cambi e uscirà dallo swap nel caso opposto.

Per quanto riguarda i *Cross Currency Swap (XCS)*, essi si distinguono per la denominazione delle “gambe” dello swap (ossia i flussi di pagamento effettuati da entrambe le controparti) in valute diverse, e per il loro calcolo in base ad un tasso di riferimento variabile. Il valore nozionale è espresso in entrambe le valute in base al tasso di cambio in vigore al momento della stipula dello swap<sup>20</sup>. L'impegno delle parti a scambiarsi flussi di capitale a scadenza costituisce elemento essenziale. Uno dei vantaggi di tale tipologia è rappresentato dal fatto che consente di chiedere un prestito nella valuta più conveniente.

Per meglio comprendere il funzionamento di questo strumento derivato, si propone l'esempio di una società italiana che abbia ottenuto un finanziamento bancario di 1 milione di dollari statunitensi. Il contratto di finanziamento ha durata di tre anni e prevede che il prestito sia rimborsato interamente alla scadenza, a fronte del pagamento con cadenza semestrale di interessi. Per coprirsi dal rischio di cambio connesso alle fluttuazioni della valuta statunitense durante la

---

<sup>20</sup> Glossario finanziario di [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it)

vigenza del contratto di finanziamento, la società italiana conclude un contratto di currency swap Euro contro Dollaro, con un nozionale pari all'importo del finanziamento ricevuto. La società italiana si impegna così a corrispondere alla sua controparte contrattuale, ogni semestre e per tutta la durata del contratto derivato, che sarà commisurata a quella del contratto di finanziamento, il tasso fisso sull'euro, ricevendo in cambio, il tasso variabile sul dollaro. L'importo del currency swap sarà pari al prodotto tra il nozionale e il rapporto di cambio EUR/USD alla data di conclusione del contratto (ad esempio pari a 1,3). La società italiana pagherà pertanto all'inizio del contratto alla sua controparte un nozionale di 1.000.000 di dollari statunitensi ottenuti con il contratto di finanziamento e riceverà in cambio 1.300.000 euro, corrispondenti al prodotto fra il nozionale di 1.000.000 di dollari statunitensi e il rapporto di cambio euro dollaro fissato a 1,30. Alla scadenza del contratto di currency swap, le parti compiranno un'operazione di scambio delle valute di segno opposto a quella iniziale e, pertanto, la società italiana otterrà dalla controparte del currency swap i dollari statunitensi necessari al rimborso dell'importo in linea capitale del finanziamento bancario, versando in cambio euro. Il rischio di cambio sul capitale viene eliminato poiché lo scambio alla scadenza verrà effettuato sulla base del tasso di cambio utilizzato alla data di inizio del contratto (pari a 1,3), senza tenere conto delle eventuali variazioni del cambio intervenute successivamente. Se invece alla scadenza del contratto il cambio euro dollaro fosse pari a 1 (un euro

pari a 1 dollaro), la società italiana dovrebbe comunque restituire 1 milione di dollari come concordato all'inizio del contratto ma riceverebbe in cambio 1.000.000 di euro e non più 1.300.000.

## CONCLUSIONE

Con questa trattazione si è voluto porre l'attenzione sull'analisi e la comprensione del rischio di tasso di cambio in un contesto aziendale, spiegando in cosa consiste tale rischio, quali possono essere le metodologie e gli strumenti da utilizzare per coprire l'esposizione a tale rischio. Lo studio condotto, dopo una breve panoramica sul contesto di risk management, mira quindi la sua attenzione sul far emergere il concetto di esposizione al rischio per l'azienda, che viene definita come l'impatto che la variazione del tasso di cambio produce sulle effettive performance aziendali. Il fine ultimo della trattazione è la sensibilizzazione delle aziende al problema del rischio di cambio, in un contesto in cui il concetto di internazionalizzazione non è più un termine per pochi addetti ai lavori. È un fattore di crescita e sviluppo della competitività delle imprese italiane ed è un termine entrato nel vocabolario e nei business plan di molti imprenditori.

Il lavoro trova origine dall'evidenza che l'attuale contesto di riferimento in cui operano le aziende, sia caratterizzato da un futuro non prevedibile, dove continui mutamenti impattano sulle performance aziendali e che appunto rendono il rischio l'essenza dell'attività imprenditoriale

L'internazionalizzazione e l'integrazione dei mercati costituiscono un processo economico inevitabile e inarrestabile con cui le imprese non possono esularsi dal confronto. La concorrenza fra imprese travalica i confini degli stati e perde il suo carattere di territorialità. Infatti, per salvaguardare la propria competitività e

redditività, un'azienda si trova sempre più costretta ad interagire con nuovi mercati globali, confrontandosi con competitors esteri ed instaurando relazioni commerciali con clienti e fornitori stranieri.

Secondo l'annuario statistico italiano del 2017 <sup>21</sup>, in un contesto mondiale in cui gli scambi di beni sono in forte aumento rispetto al 2016 (+10,6 per cento) dopo due anni di continue flessioni, l'Italia registra un aumento nel valore in euro sia delle esportazioni (+7,4 per cento) sia delle importazioni (+9,0 per cento).

Esportare all'estero risulta una soluzione ottima per le aziende italiane e la più valida alternativa alla stagnazione del mercato interno: scavalcando i confini nazionali si portano clienti e consumatori ad apprezzare i prodotti made in Italy. Secondo le previsioni del rapporto annuale di SACE "Export Unchained" tra il 2017 e il 2020 l'export aumenterà a un tasso medio del 4 per cento, fino a raggiungere nel 2020 il valore di 489 miliardi di euro. Un cauto ottimismo per il futuro delle esportazioni italiane che, all'interno di scambi internazionali in rallentamento, hanno rappresentato comunque il principale fattore di crescita negli ultimi anni: il contributo dell'export alla crescita del Pil dal 2010 al 2016 è stato del +4,8 per cento; diversamente da quanto è avvenuto per le altre componenti del prodotto interno lordo (consumi, import, domanda, spesa pubblica e investimenti), tutte con segno negativo.

---

<sup>21</sup> ISTAT, *Annuario statistico italiano 2017*, sezione 15 COMMERCIO ESTERO  
E INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE IMPRESE

## BIBLIOGRAFIA

- BREALEY R. A., MYERS S. C., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di Finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano 2011
- CANTINO V., *Rischio di Cambio – tecniche di gestione e rilevazione*, Giuffrè Editore, Milano 2000
- FORNASINI A., FARONI M. *Rischio di cambio e finanza d'impresa – Metodologie e strumenti per la gestione della tesoreria valutaria aziendale*, ETASLIBRI, Milano 1992
- GIORGINO M., TRAVAGLINI F., *Il risk management nelle imprese italiane, come progettare e costruire sistemi e soluzioni per la gestione dei rischi d'impresa*, Il Sole 24ORE, Milano 2008
- GRASSELLI A. - *La guida del Sole 24ORE alla Finanza d'Impresa*, Il Sole 24ORE, Milano 2007
- HULL J. C., *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson, 2018
- MANELLI A., PACE R. - *Finanza di impresa Analisi e metodi*, isedi, Novara 2009
- MUSTILLI M., LANCELLOTTI F., GUIDONI U., *Finanza aziendale internazionale per le PMI – i vantaggi dell'internazionalizzazione – strategie e strumenti*, Egea, Milano 2003
- PROFUMO G. *La rilevanza del risk management nella gestione d'impresa*, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”



- ZILLO G., CECCHETTO G., *La gestione di rischi di cambio e tasso in ottica aziendale*, Amministrazione e Finanza, 2011.