

# La mappatura dei flussi valutari: strumento di revisione e controllo della gestione del rischio di cambio

di Giuseppe Zillo (\*) e Elisabetta Cecchetto (\*\*)

Il processo di mappatura dei flussi in euro e valuta di una PMI che ha intrapreso un processo d'internazionalizzazione, consente di ottimizzare la gestione del rischio cambio e di liquidità attraverso interventi organizzativi e gestionali. Le difficoltà che spesso si incontrano nel reperire le informazioni e nel dare continuità a questi processi, oggi possono essere facilmente superate con strumenti di Business Analytics.

## Premessa

Dopo la crisi finanziaria del 2008 il tempo della stabilità dell'economia mondiale è finito. La complessità dell'ambiente economico nel quale le PMI si trovano oggi ad operare è caratterizzato da numerosi fenomeni: l'antagonismo tra USA e Cina per il dominio delle risorse e dei mercati mondiali; la ricerca della Russia del proprio posizionamento sullo scacchiere mondiale; l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea; la fine degli accordi commerciali internazionali multilaterali sostituiti da negoziati unilaterali tra specifici Paesi/Aree; la riconversione delle economie arabe e le fluttuazioni del prezzo del petrolio.

A fronte di tale complessità si sono moltiplicate le risposte organizzative per gestire i rischi e le opportunità provenienti da ciascuna specifica Area/Paese/Mercato. Non è raro infatti, all'interno della stessa azienda, trovare risposte organizzative (classificabili anche come modelli d'internazionalizzazione) diverse. Queste diversità corrispondono a specifici interessi economici e vincoli che caratterizzano il settore in quella o quell'altra specifica Area/Paese/Mercato. A seconda della risposta organizzativa e delle decisioni operative che ne conseguono si creano o si modificano le esposizioni al rischio di cambio. Inoltre, il processo di mappatura dei flussi economico finanziari aiuta a meglio visualizzare il rischio sottostante e a prendere decisioni che

consentono l'ottimizzazione della gestione del rischio stesso.

## L'esposizione al rischio di cambio

Esistono diverse modalità per classificare le esposizioni al rischio di cambio: competitiva, transattiva, traslativa e varianti di queste. Tuttavia, al di là delle singole classificazioni, è necessario sottolineare come le diverse tipologie di rischio sono fortemente interrelate tra di loro e nel loro insieme costituiscono il rischio di cambio aziendale.

Si pensi ad esempio ad una società controllata al 100% situata al di fuori dell'eurozona. In sede di consolidamento darà luogo ad un rischio di cambio traslativo, che non si manifesta con reali movimenti di cassa ma emerge dalla trasformazione di importi espressi in origine in una divisa diversa da quella in cui viene redatto il bilancio. Questo rischio tende a ripresentarsi continuamente durante la vita dell'impresa ma, se l'azienda viene ceduta, tale rischio cessa di esistere e darà luogo ad un rischio di cambio transattivo.

Si consideri ancora il caso di una PMI nel settore cartotecnico che commercializza i

### Note:

(\*) Partner Risk Analysis & Management S.r.l.

Si ringrazia Ing. Massimo Businaro di E-Project S.r.l.

(\*\*) Partner Risk Analysis & Management S.r.l.

propri prodotti tramite una propria distributiva in Sudafrica. A fronte di una rivalutazione dell'euro di quasi il 40% in sei mesi il rischio transattivo si manifesterà sulle poste certe e sugli impegni già presi, mentre il rischio competitivo si manifesterà sui volumi di vendita previsti, se quella variazione porterà ad un aumento dei prezzi di listino e ad una conseguente diminuzione delle vendite. Questo sarebbe ancora più evidente se l'azienda fatturasse in euro perché il rischio competitivo o rischio commerciale cui si espone l'azienda quando fattura a clienti non europei beni o servizi in divisa euro produce automaticamente un aumento del costo del prodotto per la controparte.

Il rischio di cambio costituisce quindi per l'azienda un rischio unitario e come tale deve essere oggetto di osservazione complessiva, anche se presenta modalità di manifestazione differenziate (*shortfall* di liquidità, riduzione del margine operativo, perdita commerciale, perdita di valore). Nell'attività di mappatura e di analisi dei processi che definiscono le esposizioni al rischio occorre considerare questa caratteristica. Esistono ulteriori vantaggi che derivano dall'attività di mappatura che è bene sottolineare: il primo è legato all'aumento della sensibilità a questo tipo di problematica nei vertici aziendali. La scarsa visibilità che i modelli contabili danno delle fonti di rischio in relazione ai risultati gestionali diminuiscono *ex ante* la percezione del rischio di cambio. Il secondo è legato al coordinamento tra i livelli organizzativi preposti alla sua gestione. Il processo di mappatura favorisce una migliore comprensione del rischio e di conseguenza la sua condivisione tra pianificazione strategica, programmazione operativa e gestione corrente. Questo porta anche a diminuire gli errori prodotti da decisioni operative prese sulla base di informazioni incomplete che spesso portano ad aumentare invece che diminuire il rischio complessivo.

### **Il rischio di cambio transattivo**

Il rischio di cambio transattivo (1) è la variazione di valore monetario indesiderato in seguito alla necessità futura di convertire una valuta in un'altra valuta. Questa necessità può derivare da:

- crediti e debiti in valuta, ossia transazioni già contrattualmente formalizzate e contabilizzate di natura commerciale e finanziaria

derivanti rispettivamente dalla compravendita di beni e servizi e le accensioni o le estinzioni di tutti gli strumenti finanziari;

- transazioni certe originate da impegni contrattuali di acquisto o di vendita (ordini di natura commerciale o impegni finanziari) o da altre operazioni riguardanti l'*equity* (distribuzione dividendi, aumenti di capitale ecc.) o la gestione accessoria (*royalties*)

- transazioni presunte, ma con una solida base di certezza nei volumi e nei tempi di manifestazione (*budget* dei flussi economici e finanziari).

È chiaro che il livello di estensione della mappatura può comprendere solo i flussi economico-finanziari ricorrenti o essere di più ampio respiro a seconda delle circostanze.

### *Le fonti di rischio*

Esistono due fattori principali che concorrono a determinare il rischio di cambio. Il primo è legato alla volatilità connessa a ciascun *cross* valutario e la sua correlazione con le altre valute facenti parte del portafoglio delle esposizioni aziendali. Il secondo invece, è funzione dei processi che stanno alla base del modello organizzativo specifico aziendale:

1) con riferimento alla volatilità ci si limita ad osservare che l'incertezza internazionale prodotta dalla ricerca di costruzione di un nuovo ordine politico internazionale e la conseguente assenza di coordinamento delle politiche monetarie delle Banche Centrali rende assai più difficile prevedere ampiezza, velocità e direzione dei movimenti dei cambi. Ne è la prova il susseguirsi di periodi caratterizzati da forte diminuzione della volatilità a cui fanno seguito imprevisti movimenti repentini del cambio prodotti da fatti geopolitici non scontati dal mercato. Sotto questo aspetto il rischio è legato alla maggiore variazione che il cambio può avere in un determinato periodo di tempo rispetto a quanto preventivato. La crisi finanziaria ha messo in luce la debolezza delle ipotesi su cui si basa la teoria dei mercati efficienti;

2) con riferimento al secondo fattore, le due principali fonti di rischio operativo sono: il valore assoluto dell'ammontare dei flussi e sue variazioni; la variabile tempo che crea

---

#### **Nota:**

(1) Di seguito si farà riferimento solo al rischio di cambio transattivo.

disomogeneità anche dove l'ammontare dei flussi in entrata ed uscita risulta a somma zero o dove la valuta di riferimento pur chiamandosi nello stesso modo di fatto risulta essere un'altra variabile.

Si consideri il seguente caso: la società Alfa VND based, controllata dalla società madre italiana, presenta flussi complessivi previsti secondo la Tavola 1 (2).

La società Alfa è una società produttiva Vietnam based posseduta al 100% dalla casa madre italiana e scambia *intercompany* flussi commerciali con altre società del gruppo appartenenti ad aree valutarie differenti.

La rappresentazione evidenzia chiaramente che la società è lunga di euro e corta di dollari, pertanto per far fronte ai propri impegni dovrà convertire gli euro in dollari. Dall'analisi dei flussi si possono rilevare due fonti di rischio: la prima legata al fatto che i flussi in euro potrebbero essere inferiori a quelli attesi e ciò comporterebbe la necessità di convertire altri flussi o finanziare la differenza; la seconda che la variazione sfavorevole del cambio potrebbe concorrere a peggiorare la situazione precedente.

Si consideri ora il caso dove la fotografia dell'esposizione del gruppo evidenzia un'esposizione netta nulla in JPY, un'esposizione lunga di euro di 36 milioni e corta di USD e CNY rispettivamente di 5 milioni e 60 milioni (Tavola 2).

Dalla lettura dell'esposizione netta del gruppo sembrerebbe non esserci rischio di cambio ma solo *deficit* di liquidità nelle consociate USA e Cina. Anche qui è evidente il basso valore segnaletico dei flussi complessivi netti rispetto alle fonti di rischio. In particolare si può notare come quei 36 milioni di euro non

siano privi di rischio se non per la quota parte formatasi in Europa.

Analizzando nel dettaglio: la società americana risulta corta di euro e lunga di JPY e USD, pertanto dovrà far fronte a questo *deficit* convertendo le valute su cui è lunga. La società europea risulta lunga di euro e corta di JPY e USD pertanto dovrà convertire gli euro per far fronte ai pagamenti nelle altre valute e lo stesso dicasi per la società cinese. La conversione degli euro in JPY nelle società corte di JPY e dei JPY in euro nella società corta di euro non produrrà differenza di cambio soltanto se tali conversioni avverranno simultaneamente nello stesso istante  $t_0$ . Diversamente il tempo creerebbe un delta cambi positivo o negativo a livello di gruppo.

Ulteriori esempi sono legati alle indicizzazioni presenti nei contratti di fornitura o di acquisto delle materie prime. Non è raro infatti rilevare come l'*hedging* naturale perda di efficacia a causa dei parametri ai quali il prezzo di questi contratti è indicizzato.

### La mappatura delle esposizioni valutarie

Dal punto di vista del processo di analisi, il processo di mappatura delle esposizioni valutarie si posiziona all'interno della fase di redazione o valutazione critica del modello di *business* dell'impresa, permettendo una migliore comprensione delle fonti di rischio sulla base della loro rilevanza in relazione agli obiettivi aziendali. Sul

**Nota:**

(2) I numeri degli esempi sono stati modificati, ma mantengono in proporzione quanto rilevato in casi reali aziendali.

Tavola 1 - società produttiva controllata: esposizioni nette e rischio di liquidità da conversione

	AUD	BRL	EUR	GBP	JPY	SGD	USD	VND
COMPANY VND BASED FLUSSI COMPLESSIVI	2.160.000,00	822.000,00	14.000.000,00	- 940,00	216.200.000,00	1.500.000,00	- 15.500.000,00	- 200.000.000,00
			↓					
		USD	14.700.000,00	1,05				
		USD	15.400.000,00	1,1				
		USD	16.100.000,00	1,15				

Tavola 2 - Potenziale rischio di cambio da mismatching temporale

GRUPPO EURO BASED	EUR	JPY	USD	CNY
FLUSSI COMPESSIVI	36.000.000,00	-	- 5.000.000,00	- 60.000.000,00
USA	- 47.000.000,00	1.200.000.000,00	58.000.000,00	
EUROPA	19.500.000,00	- 700.000.000,00	- 15.000.000,00	
CINA	61.500.000,00	- 500.000.000,00	- 48.000.000,00	- 60.000.000,00

piano operativo invece è propedeutico alla gestione del rischio consentendo di efficientare i processi di valutazione e gestione evitando costi inutili e/o perdite non attese. Si tratta in altre parole di raggiungere contemporaneamente i seguenti obiettivi:

- rappresentare l'esposizione nella sua interezza;
- rilevare le fonti di rischio non immediatamente percepibili;
- razionalizzare le esposizioni favorendo il *natural hedging*;
- concentrare le esposizioni dove è conveniente la gestione del rischio;
- valutare la significatività del rischio distinguendo tra esposizioni significative da gestire attivamente da quelle oggetto di solo monitoraggio;
- implementare strategie di *hedging* finanziarie adeguate.

In Tavola 3 è rappresentato il processo decisionale per la gestione del rischio di cambio a fronte della mappatura delle esposizioni.

## Difficoltà operative

Se non c'è dubbio che il processo di mappatura porta tutta una serie di vantaggi che vanno anche oltre quelli descritti, esistono però alcune difficoltà operative dovute al *commitment* dell'alta direzione, al reperimento delle informazioni secondo schemi non contabili ed al loro aggiornamento con una certa frequenza. Di seguito alcune problematiche riscontrate:

1) *commitment* dell'alta direzione. Basso interesse dell'alta direzione nel promuovere e sostenere i costi per questo tipo di analisi, specie *ex ante*, non essendo immediatamente

rilevabili i risultati in termini di minor costi sostenuti o maggiori ricavi conseguiti, se non in specifiche situazioni in cui l'impatto della variazione dei cambi è molto elevato. Sotto questo profilo risulta importantissima la comunicazione ovvero come vengono presentati gli obiettivi ed i risultati del processo di mappatura sia in termini assoluti che di *reporting* periodico;

2) acquisizione dei dati secondo schemi non contabili:

- difficoltà nell'estrarre dai gestionali le esposizioni valutarie per ciascuna società del gruppo;

- tempistiche troppo elevate per ottenere le informazioni necessarie;

- mancanza di quadratura dei dati e necessità di fare mappature parziali;

3) impossibilità di aggiornare la mappatura frequentemente per monitorare i processi di gestione:

- aziende in crescita con esposizioni che cambiano continuamente;

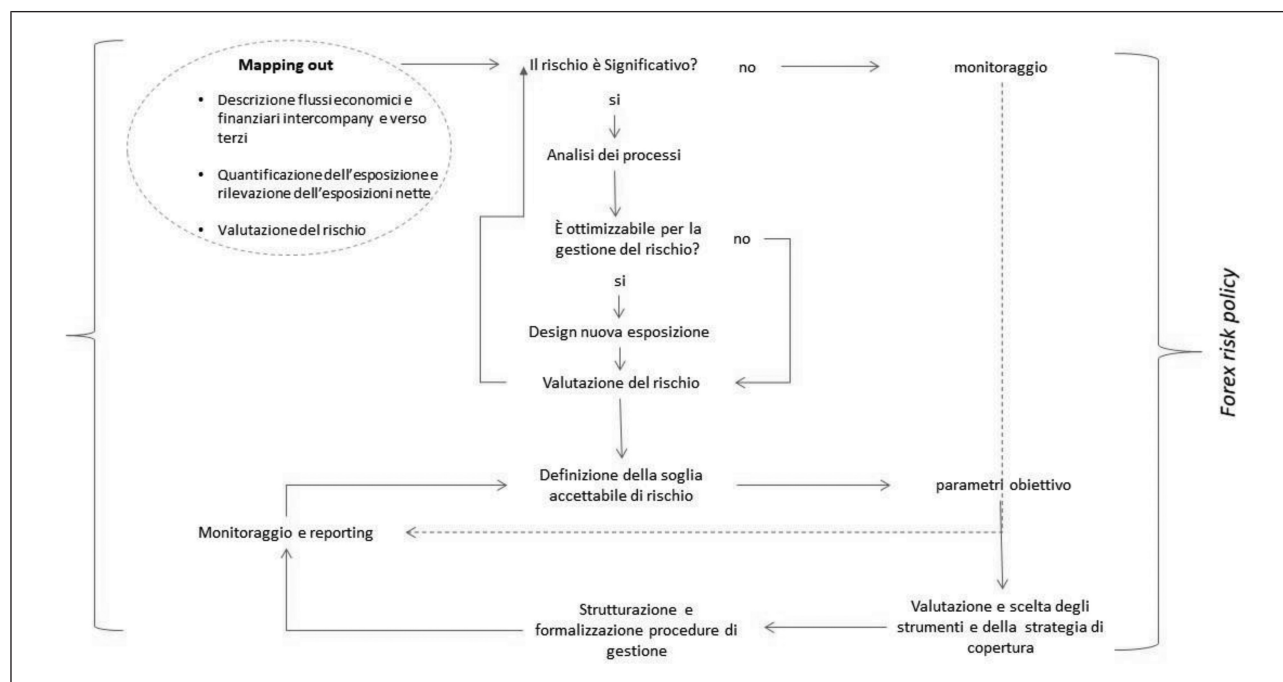
- aziende che cambiano modello di *business*.

## ***Il processo di mappatura con l'aiuto di strumenti di Business Analytics***

Un aiuto concreto al superamento delle difficoltà sopra enunciate avviene dagli strumenti di *Business Analytics* che, grazie alla loro capacità di estrarre le informazioni aziendali e di aggregarle secondo modelli noti, consentono di reiterare le analisi senza enorme dispersione di tempo e di mezzi.

Il processo di mappatura con l'aiuto di strumenti di *Business Analytics* (d'ora in avanti anche EMBA - *Exposure Mapping Business Analytics*) diventa sempre di più strumento di supporto decisionale strategico, ma anche

Tavola 3 - Processo decisionale: mappatura e gestione del rischio di cambio



operativo per ottimizzare la gestione del rischio di cambio aziendale.

EMBA si pone l'obiettivo di rimediare ai limiti dei modelli di monitoraggio tradizionale dando sistematicità al monitoraggio delle esposizioni ed al rischio che esse sottintendono. Di seguito si ripercorre il processo di mappatura ed ottimizzazione delle esposizioni a rischio.

**Step 1: fotografia dei flussi in valuta e mappatura**  
Consiste nel mappare e visualizzare i flussi che caratterizzano il fenomeno valutario complessivo del gruppo evidenziando sia a livello grafico che tabellare per ciascuna società del gruppo la direzionalità e i volumi economici e finanziari annuali espressi nella loro divisa scambiati al livello *intercompany* e verso terzi. L'utilizzo della soluzione EMBA rende dinamica la visualizzazione dei flussi consentendo di valutare congiuntamente il quadro di posizioni compensabili e di sbilanci da gestire.

**Step 2: rilevazione esposizione netta**

Nel processo di mappatura a ciascuna società del gruppo vengono rilevate le esposizioni lorde e nette per valuta in forma tabellare e grafica divise fra *intercompany* e verso terzi dando evidenza di dove il rischio si manifesta e la significatività di tale rischio.

**Step 3: quadratura dei flussi intercompany**

Il foglio quadratura permette di confrontare gli importi venduti e acquistati da ogni azienda origine nei confronti di una destinataria del gruppo; in questo modo, confrontando i flussi in acquisto e vendita *intercompany* è possibile verificare che il delta dare/avere tenda a zero.

**Step 4: gestione dati - originari/modificati e confronto as is - to be**

Si possono fare confronti diretti tra le due origini (*as is - to be*), sia in versione tabellare che grafica. Attraverso il confronto è possibile evidenziare:

- la nuova architettura delle esposizioni rispetto alla precedente;
- le esposizioni che possono essere trattate attraverso processi interni di *natural hedge*, quelle che necessitano di un progetto di copertura esterna e quelle che saranno esclusivamente oggetto di monitoraggio;
- il rischio di liquidità dettato dalla variazione dei cambi al quale ciascuna azienda del gruppo è soggetta.

**Step 5: mappatura dei flussi su base periodica**

Per ciascun periodo è possibile visualizzare il rischio di cambio da conversione dettato dalla variabile tempo e progettare le procedure

operative per una sua gestione efficace ed efficiente. Si tratta in altre parole di organizzare la gestione affinché la variabile tempo non crei rischio aggiuntivo.

*Step 6: monitoraggio su base periodica dei flussi*  
Il sistema consente di rilevare in via continuativa il formarsi delle esposizioni per riadeguare se necessario il progetto di *hedging*.

## Conclusioni

La crescita sui mercati internazionali delle piccole medie imprese italiane avviene secondo logiche strategiche che mirano ad organizzare o riorganizzare il proprio *business* al fine di creare valore. Tra le diverse

scelte organizzative che accompagnano questo processo passa anche quello della valuta di fatturazione che di fatto porta a concentrare l'esposizione su determinate entità piuttosto che altre. La velocità con cui mutano oggi le regole del gioco e le conseguenti scelte operative determinano frequenti mutamenti nell'esposizione al rischio di cambio che, per esseri accolti nella loro pienezza, necessitano di una revisione continua attraverso la mappatura complessiva degli scambi economici *inter-company* e verso terzi. Tale processo trova soluzione grazie all'aiuto degli strumenti di *Business Analytics* che consentono di misurare e valutare anticipatamente il divenire delle esposizioni ed il rischio sottostante.

**Amministrazione & Finanza.**  
Oggi anche da PC, Tablet e Smartphone.  
Registrati subito su [www.edicolaprofessionale.com](http://www.edicolaprofessionale.com)

