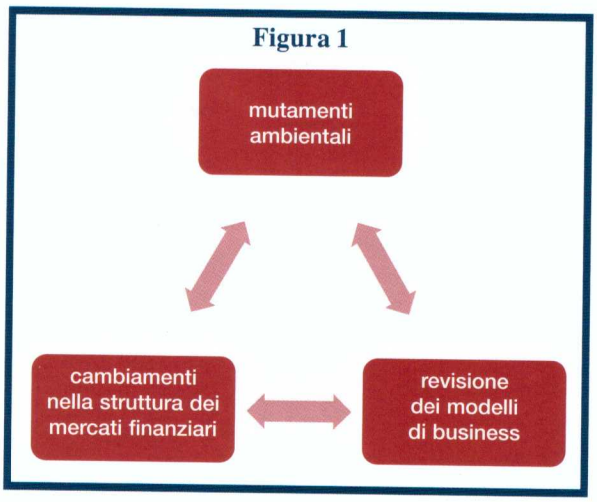
di GIUSEPPE ZILLO
Partner Risk Analysis & Management Srl

e ELISABETTA CECCHETTO
Partner Risk Analysis & Management Srl

La recente crisi finanziaria ha evidenziato la complessità dell'ambiente economico in cui le nostre aziende sono state chiamate a confrontarsi e l'esistenza di una forte interdipendenza tra rischi finanziari e rischi economici. Gli importanti mutamenti ambientali prodotti da eventi politici, sociali, tecnologici ed economici richiedono continui riaggiustamenti dei modelli di *business* per produrre valore in azienda. Gli stessi mutamenti ambientali comportano cambiamenti ricorrenti – nei cambi, nei tassi e nel prezzo delle materie prime – in grado di modificare i calcoli di convenienza sottostanti ai modelli stessi. A fronte di questa circolarità tra causa ed effetto, il controllo dei rischi finanziari di mercato ha assunto una funzione sempre più strategica, sia per le imprese che affrontano direttamente i mercati internazionali, sia per quelle che pur operando esclusivamente nel mercato domestico sono comunque colpite nella competitività. L'articolo si propone di illustrare il perché la gestione dei rischi dovuti al cambio, al prezzo delle materie prime e ai tassi d'interesse produce valore solo se strettamente collegata agli obiettivi strategici e operativi e ai modi con cui questi si realizzano (figura 1).

Figura 1



A partire dalla fine del secolo scorso, l'interpretazione dominante nella gestione dei rischi di mercato da parte delle PMI italiane era focalizzata prevalentemente sulla capacità di prevedere la volatilità dei mercati in un'ottica "speculativa", piuttosto che misurare il conseguente impatto sulla gestione economica. Tale approccio si fondava sulla convinzione che l'impatto dei cambi, dei tassi e – anche se in misura inferiore – del prezzo *paper* delle materie prime, producessero risultati "accessori" rispetto alla gestione sopra l'ebitda. Non a caso la gestione di queste variabili era per lo più delegata al tesoriere o al responsabile finanziario, il quale aveva il compito di neutralizzare o massimizzare il risultato sotto il margine operativo. Ne è la prova evidente l'utilizzo eccessivo (e a volte improprio), riscontrato negli anni passati, di strumenti finanziari derivati. Successivamente, la presa di coscienza dell'inefficacia di tale metodologia è stata fortemente facilitata sia dall'esperienza empirica dovuta alle forte perdite riscontrate, sia dai cambiamenti richiesti per l'adeguamento alle nuove normative e ai regolamenti nazionali e internazionali (IAS/IFRS, Basilea 2, riforma del diritto societario ecc.), oltre che dai nuovi riferimenti operativi (*CoSO report* con ERM). Per comprendere appieno questo importante fenomeno è necessario ricordare brevemente alcuni eventi caratterizzanti il contesto economico-finanziario in cui si sono trovate a operare le aziende italiane dalla fine del XX secolo: la globalizzazione dei mercati e la disintermediazione finanziaria, i processi di concentrazione e aumento dimensionale delle corporate, la recessione USA, la riforma dell'economia cinese e la sua integrazione nelle *supply chain* globali, l'impennata del prezzo delle materie prime industriali, lo sviluppo dell'eurozona e la nascita dell'euro. Tutti questi elementi hanno avuto come denominatore comune la perdita di competitività nel medio/lungo termine delle nostre aziende a favore di altri *competitor*, sia *intra* UE che *extra* UE, che presentavano maggiore efficienza produttiva e organizzativa. In particolare, la moneta unica non solo non è riuscita a far concorrenza al dollaro nella sua funzione di *alter ego* per gli scambi internazionali, ma la sua sottomissione alle politiche monetarie degli Stati Uniti e dei Paesi asiatici ha fortemente penalizzato le economie strutturalmente più deboli all'interno dell'area "unica" rispetto alle altre. A fronte di una contrazione dei margini o diminuzione delle quote di mercato, per numerose PMI la delocalizzazione produttiva in aree a più basso costo del lavoro e l'internazionalizzazione (per l'occupazione e la penetrazione in nuovi mercati) sono state la risposta strategica obbligata per recuperare competitività. Già in questa prima fase di trasformazione, coerentemente con il cambiamento dell'ambiente economico e dei modelli di *business* in atto, il rischio collegato alle variabili di mercato esce dal significato residuale di potenziali utili e perdite prodotti dalla "gestione finanziaria/accessoria" e diventa parte integrante del calcolo di convenienza economica che sottintende a quello specifico modello di *business*. Un'azienda che produce all'estero per contenere i costi non può vedere i propri sforzi vanificati dal movimento contrario della valuta estera, così come non può subire la competitività di quelle nazioni che fanno della svalutazione del proprio *cross* un'arma.

La necessità di ottimizzare i processi strategici e operativi, in funzione della protezione degli obiettivi economici oltre che finanziari, non ha avuto però immediato riscontro da parte di molti vertici aziendali. La causa è probabilmente da ricercare sia nell'eccessiva focalizzazione sulle oscillazioni di breve termine e sulla valorizzazione contabile dei risultati, sia nel favorevole movimento iniziale delle variabili di mercato. Si pensi al rafforzamento dell'euro, che ha

avvantaggiato le importazioni e diminuito l'impatto del costo delle materie prime, o al livello nettamente più basso dei tassi euro rispetto ai tassi lire. La gestione del rischio in questa fase rimane ancora fortemente legata alla cultura dello sfruttamento delle pseudo "informazioni differenziali" per ottenere extra utili (o extra perdite) in grado di migliorare il risultato d'esercizio, anziché valutare a priori – pur in una situazione di razionalità limitata – l'impatto dei movimenti delle variabili finanziarie sui propri risultati economici di breve, ma anche di medio e lungo termine. Ne è la prova, infatti, la quantità e varietà di derivati venduti fino al 2007, non associati ad alcun reale obiettivo aziendale e/o all'effettivo comportamento del sottostante determinando un conseguente indebolimento delle strutture economico-patrimoniali di numerose realtà aziendali.

È stata la crisi finanziaria del 2008, e la conseguente crisi del credito, che ha definitivamente messo in luce il contributo di una gestione strategica dei rischi di cambio, di prezzo e di tasso, alla realizzazione del *cash flow* necessario per cogliere le opportunità di investimento in grado di migliorare la redditività e la competitività aziendale.

La gestione strategica del rischio

La presenza internazionale dell'impresa quale principale risposta ai mutamenti dei fattori ambientali (basti pensare alla probabile perdita d'importanza del cambio euro/usd a favore dell'usd/yuan o dello yuan/contro le principali divise negli scambi internazionali, o alla rivoluzione energetica in atto che porterà all'indipendenza del mondo occidentale dai Paesi Arabi, o ancora alla crescente importanza dei Paesi in via di sviluppo nel commercio internazionale) richiede la gestione di modelli di *business* differenti in relazione agli obiettivi strategici. Di conseguenza, anche la gestione del rischio presenta caratteri molto più complessi rispetto a situazioni caratterizzate da mercati reali e finanziari in equilibrio, in cui la prevedibilità era fortemente correlata a quanto accaduto nel passato. È dunque ovvio che all'aumentare del numero di variabili di mercato aumentino anche le difficoltà nell'individuare il rischio effettivo, nel valutarlo correttamente e nel dare una risposta adeguata per mantenere sotto controllo l'impatto in relazione alla tolleranza desiderata.

L'individuazione del rischio è certamente una delle fasi più complesse dell'intero processo di gestione, poiché viene determinato nel momento stesso in cui l'azienda stabilisce gli obiettivi di fondo e gli obiettivi operativi, questi ultimi perseguiti per soddisfare i primi. Sono proprio le scelte strategiche e operative che producono l'esposizione ai rischi di mercato e l'impatto che ne deriva sul modello di *business* aziendale. Proprio per l'interrelazione tra decisioni strategiche e operative il rischio non sempre risulta facilmente individuabile; basti pensare a come il rischio di cambio si manifesta in maniera diversa in base agli obiettivi che si vogliono perseguire con la propria controllata estera *extra* UE, e alle politiche commerciali di acquisto e di produzione che sottintendono tale rapporto.
Una corretta valutazione del rischio in funzione degli obiettivi economici è quindi la *conditio sine qua non* per apprezzare il grado di esposizione dell'impresa alle variabili di mercato, che ne potrebbero aumentare o diminuire la competitività e lo sviluppo a seconda della sua organizzazione.

In questo difficile percorso risulta quindi fondamentale definire la priorità degli obiettivi operativi aziendali che permettono di misurare l'importanza della gestione di questi rischi. Una volta esplicitati gli obiettivi, le esposizioni e i processi operativi sottostanti, si è in grado di valutare la magnitudine dell'impatto delle variabili di mercato sull'obiettivo aziendale e la capacità di mantenere attivamente sotto controllo il rischio. La valutazione, infatti, va spostata sulla coerenza tra modello di *business* e capacità dell'azienda di gestire strategicamente e operativamente il rischio stesso.

In sostanza bisogna avere una chiara comprensione (figura 2):

1. del motivo per cui si è assunto o si vuole assumere quel rischio (nascita del rischio come momento strategico);

2. della manifestazione del rischio e della capacità organizzativa e gestionale di tenerlo sotto controllo;

3. delle modalità operative per garantire il risultato programmato;

4. della funzione di monitoraggio e del *reporting*.

Figura 2

Il primo punto si realizza attraverso l'analisi della variabile di rischio in funzione dell'obiettivo del modello di *business*. Si tratta, in altre parole, di verificare quale sia il vantaggio collegato all'assunzione di quel rischio e come conservare competitivo tale vantaggio. Naturalmente l'analisi

cambia nel tempo e in funzione dell'obiettivo medesimo. Per un'azienda che entra in un investimento estero al fine di aggredire un nuovo mercato (che appartiene a un'area valutaria diversa) con l'obiettivo primario di affermarsi, la variabile "cambio" assume un significato diverso rispetto a un'azienda che operi il medesimo investimento al solo scopo di ottenere un vantaggio di costo nella produzione. In quest'ultimo caso il beneficio è immediato e quindi l'azienda dovrà attivarsi per minimizzarne la perdita attraverso coperture o altre forme di mitigazione; nel primo caso, invece, il vantaggio è futuro, pertanto la gestione del rischio dovrà considerare la variabilità collegata all'evoluzione economica del *business*.

Il secondo passaggio del processo è la verifica delle *operations* e delle procedure necessarie per controllare la manifestazione del rischio. Per poterlo gestire efficacemente è necessario accertare che le procedure evidenzino in maniera chiara e semplice il momento in cui il rischio si manifesta. L'idea di fondo è non subire il rischio, ma predeterminare la sua manifestazione attraverso la progettazione di procedure che ne minimizzino l'impatto. Tali procedure sono indispensabili e dipendono chiaramente dagli obiettivi strategici e dal *business model* e, quindi, sono *firm specific*. Nella pratica non è inusuale scoprire che spesso nelle aziende non esiste né una comunicazione tra i vari uffici, né *report* che consentano di capire se i risultati gestionali a consuntivo si stanno realizzando o si sono realizzati. A volte le informazioni giungono con un tale ritardo che diventano inutili, o comunque già superate, nell'ottica di una gestione efficace ed efficiente del rischio. In alcuni casi esistono procedure automatiche che non consentono di capire come il rischio si manifesti realmente. Altre volte si assumono procedure per ottimizzare la variabile fiscale senza tener conto delle loro conseguenze sugli altri rischi, che verranno alla luce solo *a posteriori*. Ci sono anche aziende con esposizioni nette sui cambi, che rendono il rischio praticamente nullo, ma prive di procedure in grado di gestire efficacemente gli sfasamenti temporali.

Il terzo punto è strettamente collegato ai precedenti e riguarda le modalità operative per garantire il risultato programmato. Tale momento si può identificare con i diversi modi di trattare il rischio: coprirlo e in quale modo, oppure usare altre forme di mitigazione. Si tratta principalmente di decidere se il rischio va semplicemente controllato e monitorato o trasferito; in ogni caso bisogna organizzare il processo affinché i rischi operativi vengano minimizzati e rilevati tempestivamente.

L'ultimo passaggio richiede la redazione di un *report* che consenta di illustrare i risultati raggiunti e di valutare l'efficacia e l'efficienza delle strategie intraprese, ovvero di conoscere se la "direzione di marcia" è corretta.
La situazione più frequente è che l'azienda non sia in grado di riportare in maniera corretta gli esiti delle azioni intraprese per garantire i risultati strategici, in quanto questi dati sono sparpagliati nei numeri del bilancio e non è facile evidenziarli. Inoltre, molto spesso nei *report* vengono addirittura evidenziati dati errati, che non solo non permettono di apprezzare i risultati ma mettono in discussione le strategie stesse:

- vengono evidenziati solo i risultati contabili, dimenticando che le strategie servono per il raggiungimento di obiettivi economici e che i risultati devono quindi essere confrontati con gli obiettivi stessi e non con il mercato;

- si confrontano esposizioni non omogenee con obiettivi differenti (per esempio: vengono confrontati i dati di un trimestre con quelli del trimestre precedente, oppure i risultati di un esercizio con quelli dell'esercizio precedente, senza tenere conto del conseguente cambiamento del contesto e degli obiettivi).

Conclusioni

Gli attuali mutamenti geopolitici e di mercato richiedono una revisione dei processi di gestione del rischio improntata sulla salvaguardia delle scelte strategiche che l'azienda deve effettuare per garantirsi continuità nel tempo.
Tale revisione deve portare a collegare la gestione del rischio ai singoli obiettivi caratterizzanti ciascun modello di *business*. L'esistenza di una molteplicità di obiettivi e di un numero crescente di variabili di mercato da tenere sotto controllo, richiede che le aziende progettino procedure chiare, semplici e coerenti con l'organizzazione per la rilevazione del rischio.
L'ottimizzazione del comportamento complessivo del sistema aziendale si potrà conseguire solamente garantendo l'ottimizzazione dei comportamenti dei singoli sistemi esistenti ai vari livelli d'impresa, coerentemente con le scelte strategiche di fondo dell'azienda.