

La trasformazione digitale nella gestione del rischio di cambio nelle PMI

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

Nell'attuale panorama mondiale caratterizzato da crescente complessità, le medie e piccole imprese sono chiamate ad implementare un approccio strategico di gestione dei rischi finanziari di mercato improntato alla predeterminazione della capacità di assorbimento degli impatti degli eventi piuttosto che alla previsione dell'andamento delle variabili di mercato, per una valutazione ex ante dei risultati sugli indicatori chiave aziendali. Grazie alla digitalizzazione delle informazioni, le soluzioni cloud supportate da business analytics permettono di realizzare sistematicamente tali simulazioni con costi contenuti.

Premessa

Prima della crisi del 2008 i mercati finanziari erano caratterizzati da equilibri stabili, nella loro dinamicità. La presenza di un modello economico generale, che era basato sull'egemonia USA e sul dollaro statunitense come unica moneta di scambio internazionale, consentiva di fare previsioni più o meno veritiere. Una importante ipotesi di base era che il passato, o parte di esso, fosse capace di spiegare il futuro e, conseguentemente, efficaci erano le strategie di gestione del rischio basate sul ritorno delle variabili verso la media.

Il proliferare degli studi di analisi tecnica, la teoria dell'efficienza dei mercati ed i metodi previsivi statistici basati sul valore atteso o i limiti di perdita conseguibili in un determinato arco temporale, erano fondati sulle ipotesi appena descritte. L'alta liquidità presente nei mercati aveva inoltre contribuito ad abbassare la percezione del rischio; la convinzione diffusa che la produzione di utili sui mercati avvenisse senza riscossione monetaria delle perdite, fomentava le decisioni di distrarre risorse dal *core business* per investirle in attività speculative con lo scopo di creare risultati differenziali da aggiungere al risultato operativo e migliorare il risultato complessivo della gestione. Tale approccio, spesso, era caratterizzato da un vizio di fondo: l'asimmetria informativa tra operatore bancario e operatore aziendale unita alla

manca di consapevolezza della differenza tra chi opera con processi continui e chi con processi discreti. Entrambi i fenomeni contribuivano ad innalzare il rischio operativo per l'operatore aziendale. A livello internazionale, tuttavia, stava crescendo la consapevolezza dell'aumento dei rischi legati a nuovi fenomeni esogeni conseguenti alla globalizzazione e ai cambiamenti geopolitici in atto. Non è un caso che la disciplina del *corporate financial risk management* abbia cominciato ad essere oggetto di maggiore attenzione, sia da parte del *management* che del legislatore con la prima versione degli IAS, a cui ha fatto seguito un legiferare continuo di norme per adeguare la legislazione alla complessità aziendale che, via via, andava aumentando e con essa i rischi connessi. A partire dal 2008 gli equilibri si sono rotti: crisi finanziarie, economiche, geopolitiche accompagnate dall'ingresso sui mercati intercontinentali della Cina come *player* internazionale per il controllo delle risorse mondiali ed infine, ma non meno importante, la crisi pandemica, hanno catapultato il mondo in una situazione di profonda incertezza, allontanandolo da quella *comfort zone* costituita da situazione di rischio in cui l'attribuzione di

Note:

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

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

probabilità soggettive e/o oggettive a diversi stati del mondo, rendevano le ipotesi sottostanti ai modelli deterministici o probabilistici attendibili per il futuro. Insieme agli scenari di probabilità vi era anche la possibilità, per molte aziende, di godere consapevolmente o inconsapevolmente di una sorta di “hedging naturale” del rischio di cambio legato alla correlazione delle esposizioni (1). Aziende aventi correlazioni positive ed esposizioni nette lunghe in una o più valute ed esposizioni corte in altre, ottenevano una riduzione dell’impatto dei cambi sulla gestione a seconda che le condizioni di volume e temporali fossero soddisfatte o meno. Tuttavia, già allora, il modello dava segnali di cedimento, poiché la condizione che le correlazioni mantenessero un andamento lineare e stabile e che contemporaneamente ci fosse una somiglianza nei volumi in gioco e nelle tempistiche di conversione dei sottostanti, non veniva quasi mai soddisfatta (2) - (3). Nello scenario odierno, dove le difficoltà nel trovare nuovi equilibri non sono ancora state superate, e dove gli eventi rari sono molto più frequenti di quello che ci potrebbe aspettare, anche la gestione del rischio di cambio aziendale non può essere condotta basandosi principalmente sulla previsione dell’andamento di variabili il cui andamento dipenderà da eventi nemmeno ipotizzabili a priori. Al contrario, diventa invece fondamentale spostare il punto di osservazione verso i processi aziendali interni, per eliminare le inefficienze collegate alla mancata nettificazione delle esposizioni e, per i gruppi, all’ottimizzazione delle esposizioni a rischio, per poi

testare come il rischio derivante dalle variazioni del cambio impatti sui risultati aziendali. Le analisi di sensitività sono, infatti, lo strumento principale per testare l’impatto sui risultati obiettivo dovuti alla variazione/accadimento di alcuni fattori di rischio considerati singolarmente o congiuntamente. È importante che tale analisi non sia fatta *una tantum*, come spesso accade in sede di *budgeting/offerta*, ma dovrebbe essere una attività di controllo preventivo da eseguire con il divenire della gestione ed, in particolar modo, ogni volta in cui si presenti uno scostamento significativo sul sottostante e/o sul cambio, per verificare in anticipo come le decisioni prese oggi per gestire il rischio, condizionino i risultati futuri, e quindi la libertà di scelta nella gestione di domani. In altre parole si tratta di agire secondo logiche rivolte alla conservazione del valore.

Si consideri ora il seguente esempio.

IMZ S.r.l. è un’azienda che importa materiale informatico in Dollari, ma vende esclusivamente in Europa in euro, tranne che per una minima quantità in dollari. L’azienda ha fissato il cambio di listino a 1,10 (Tavola 1).

Note:

- (1) L’effetto delle correlazioni è quello di amplificare o ridurre il rischio valutario dell’impresa a seconda della direzione del sottostante, della valuta base di riferimento e delle tempistiche con cui si manifestano i flussi.
- (2) Il processo richiederebbe continui aggiustamenti del portafoglio, attività non appartenente al *core business* di un’azienda industriale.
- (3) Le perdite sui cambi venivano spesso annacquate all’interno di marginalità crescenti o fatturati in aumento.

Tavola 1 - Andamento eur/usd (gennaio 2017 - gennaio 2019)



I dati di mercato sono i seguenti:

- cambio *spot*: 1,1071;
- cambio medio a termine: 1,1266.

IMZ S.r.l., per salvaguardare il cambio di listino ed in virtù dei punti forward favorevoli, vorrebbe coprire a termine l'80% dei flussi previsti per l'esercizio successivo. Considerando uno scenario del cambio tra 0,98 e 1,31, i risultati della simulazione sono quelli riportati nel grafico in Tavola 2. Come illustra il grafico, in caso di apprezzamento del dollaro, per tutti i valori superiori alla parità il cambio di listino di 1,10 è salvaguardato; nell'ipotesi in cui dovesse scendere ulteriormente si dovrebbe procedere alla copertura dell'ulteriore 20%; viceversa per un forte apprezzamento dell'euro, la distanza dal mercato aumenterebbe considerevolmente essendo che soltanto il 20% dell'esposizione parteciperebbe al mercato: a 1,20 sarebbero più di cinque figure e mezzo, a 1,25 dieci figure e così via. Si supponga ora che per un evento straordinario vi sia un calo nelle importazioni circa del 34%, tale da determinare una sovra copertura di poco meno del 24%; il risultato della nuova simulazione è quello riportato in Tavola 3.

L'approccio strategico

È facile notare come, al crescere del cambio eur/usd, il profilo di rischio peggiori invece che migliorare e, per valori estremi, nemmeno il cambio di listino verrebbe salvaguardato. Viceversa l'effetto leva produce un miglioramento del cambio medio che si realizzerebbe qualora il cambio eur/usd si deprezzasse. È evidente che tale strategia non sia ottimale di fronte a scenari fortemente mutevoli. La valutazione sulla capacità dell'azienda di assorbire scenari negativi comprensivi non solo di perdite monetarie immediate, ma anche di mancate opportunità, che si potranno tradurre in perdite future, deve spostare il ragionamento sul "quanto e come"; ovvero su quanti di questi scenari siano assorbibili internamente, data la combinazione economica produttiva e la struttura finanziaria che caratterizza ciascuna azienda, e con che tempi essi siano trasferibili alla value chain, e quanti invece sia necessario trasferire al mercato finanziario per ridurre l'impatto non solo della perdita attuale, ma anche di quella futura. È questo un punto cruciale: l'approccio strategico dovrebbe sempre accompagnare le

Tavola 2 - Risultato strategia a volumi previsti invariati

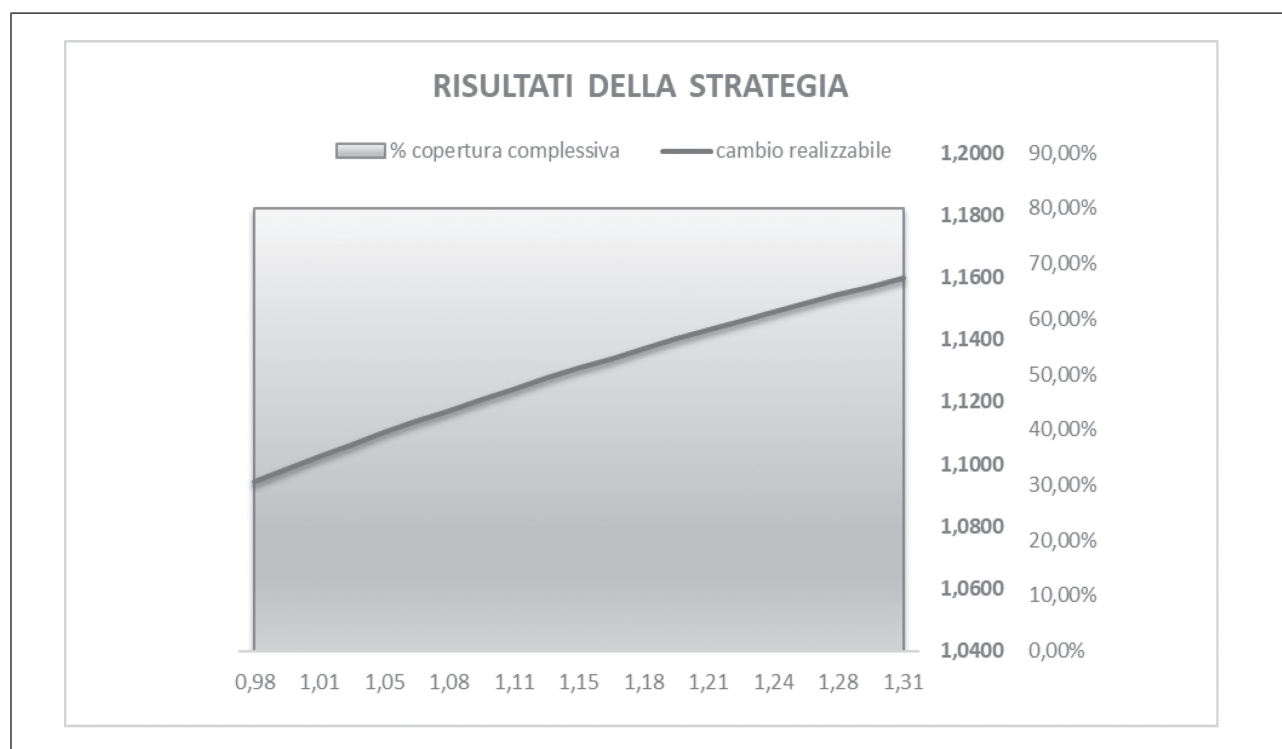
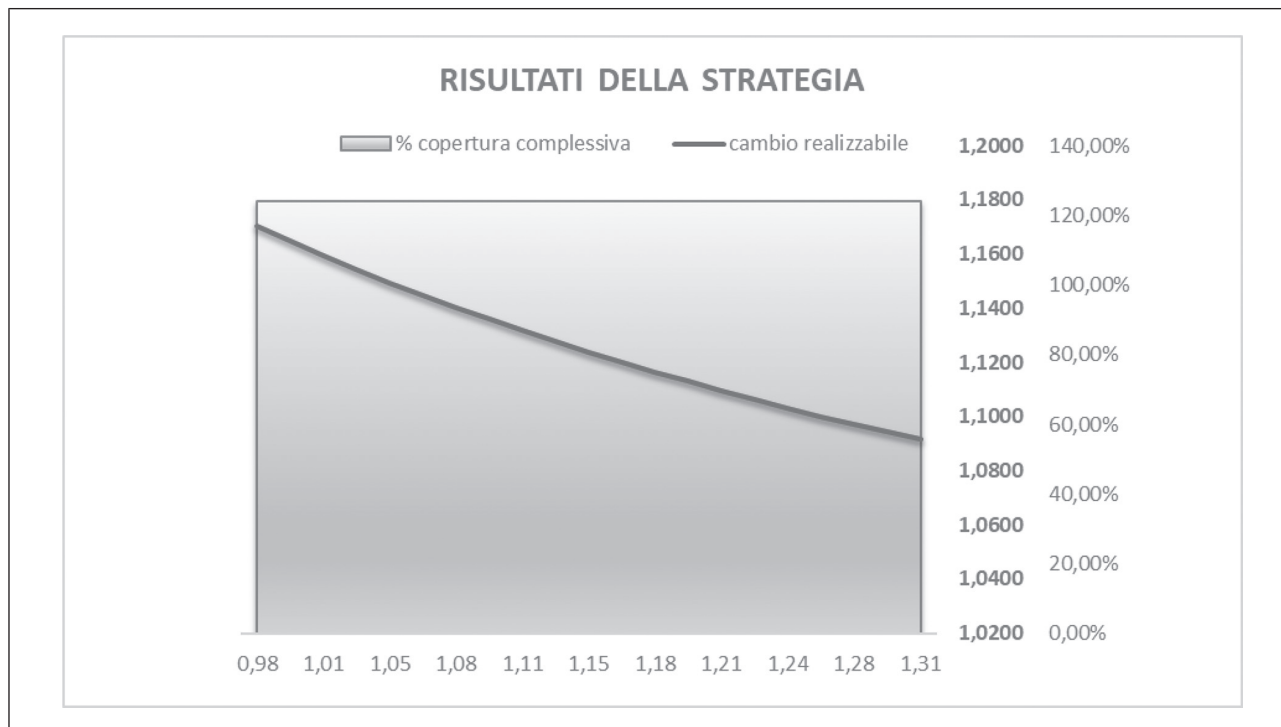


Tavola 3 - Risultato strategia con calo delle importazioni



scelte operative (4), per valutare il rischio in termini di distanza tra il “prezzo cambio”, che nell’insieme determina “il prezzo di mercato”, e il prezzo cambio aziendale. Tale quantificazione va effettuata soprattutto a fronte di possibili scostamenti importanti calcolando gli effetti della strategia di *hedging* sui risultati futuri (5). Riuscire a visualizzare il proprio *break down* attraverso processi simulativi che evidenzino il *trade off* con il mercato e ne consentano una valutazione oggettiva sulla base dei parametri stabiliti *a priori* dalla *governance* dei rischi, è quindi la via, a nostro avviso, più efficace per affrontare gli scenari prodotti dall’incertezza (6). Valutare quanta volatilità ritenere al proprio interno in senso positivo e negativo, il costo opportunità che sottintende l’acquisto della volatilità negativa o la rinuncia della volatilità positiva a beneficio della riduzione di quella negativa, significa ragionare strategicamente sul rischio di cambio, per non creare criticità sui risultati aziendali futuri causati dalla separazione tra prezzi richiesti dal mercato reale e prezzi finanziari. Non solo, proprio a causa del verificarsi di eventi “rari” che possono rimescolare le convenienze in gioco, è indispensabile misurare congiuntamente la variazione dei cambi ed il rischio “volume”. Lo scostamento dai fatturati attesi può dipendere da una

molteplicità di fattori quali l’aumento della competitività su quella determinata area/mercato, il deterioramento del Rischio Paese, o addirittura da eventi catastrofici come la pandemia da Coronavirus. In alcuni casi la stessa variazione del cambio può essere causa ed effetto della variazione dei volumi previsti. Inoltre, a fronte di eventi straordinari, è abbastanza immediato dimostrare su dati storici come le variabili finanziarie di mercato si muovano molto più velocemente rispetto alle variabili reali, rendendo poco efficienti i comportamenti responsivi a cambiamenti improvvisi nelle ipotesi sottostanti alla predeterminazione dei volumi di *budget*.

Dal punto di vista operativo, come già evidenziato, è consigliabile quindi testare

Note:

(4) Si fa riferimento ad aziende che producono per il mercato, ma il ragionamento può essere trasportato anche per alcune aziende che lavorano per commessa.

(5) Chiaramente tale valutazione è tanto più importante quanto più l’azienda opera in un contesto fortemente concorrenziale dove la revisione dei listini ha effetto sui volumi di vendita.

(6) A questo proposito oggi è più vero che mai quanto affermato dalla collega: “non importa tanto conoscere il futuro, ma come ci si comporterà di fronte a ciascun evento”. Dott. ssa Cecchetto convegno ANDAF Bologna.

anticipatamente non solo quali risultati produrrà, mantenendo i volumi fermi, lo scostamento dei cambi rispetto al parametro *benchmark* e rispetto al cambio di mercato, ma anche come si modifichino i risultati stessi se contemporaneamente cambiassero i volumi attesi. Tale valutazione è ancor più indicata qualora siano state poste in essere coperture delle esposizioni a rischio con strumenti finanziari rigidi. È noto infatti che la mancanza di un determinato flusso previsto, baciato da una copertura con strumenti non opzionali, aumenta il rischio di incorrere in perdite finanziarie qualora il cambio si muova nella stessa direzione del segno dell'esposizione (7). Una situazione particolare riguarda quelle imprese che, per qualche motivo, devono rispettare alcuni *covenants*. Comprendere *a priori* come le variazioni del cambio impattino su questi indicatori non solo è utile, ma è anche necessario per non alimentare situazioni di criticità. La gestione del rischio di cambio quindi, anche per la piccola e media impresa, deve essere più che mai guidata da analisi *data driven* che, fornendo *ex ante* informazioni sui possibili risultati, aiutino il decisore a comprendere senza condizionamenti esterni le conseguenze di determinate decisioni sulla strategia da perseguire per la gestione delle esposizioni a rischio. L'attività appena descritta, in passato, trovava delle resistenze da parte della piccola e media impresa, in parte per mancanza di cultura riguardo al *corporate financial risk management*, e in parte perché, avendo questo tipo di elaborazioni una soglia di costo generalmente alta, veniva svolta, per lo più, soltanto dalle aziende i cui grandi volumi in gioco ne validavano la convenienza (8). Oggi, grazie alla digitalizzazione delle informazioni ed all'utilizzo di piattaforme cloud supportate da *business analytics*, la produzione di elaborazioni simulate ed i tempi di formazione per operare con l'esperienza critica necessaria, si sono fortemente ridotti. La possibilità di liberare il *management* da soggettive interpretazioni del futuro, dalle distorsioni dovute alle asimmetrie informative delle controparti finanziarie e dalle difficoltà di condividere *ex ante* le informazioni tra chi deve prendere le decisioni e chi poi le deve gestire operativamente, sono solo alcuni dei vantaggi che le piattaforme cloud di supporto decisionale offrono. In altre parole queste piattaforme, semplificando al massimo i processi operativi, consentono di concentrare

il pensiero critico sui dati, visualizzando in maniera utile ed intuitiva i rischi e le opportunità conseguenti a determinati eventi ed alle scelte finalizzate a gestirli. La digitalizzazione delle informazioni sta modificando anche l'attività di monitoraggio del rischio rispetto ai parametri stabiliti dalla *policy*: l'approccio a cruscotto sta sempre più prendendo piede per consentire al CFO di verificare costantemente se i limiti imposti dai parametri (9) stabiliti nella *policy* vengano soddisfatti e, al verificarsi di eccezioni, attivare il processo simulativo per comprendere l'impatto sugli indicatori di *performance*. In questo contesto va inserita anche l'attività di *reporting* rivolta alla direzione o all'organo di controllo, dove la visualizzazione dei risultati ottenibili *ex ante* ed il confronto tra *ex ante* ed *ex post*, può essere facilitato dalla lettura riconciliata dei risultati gestionali con quelli bilancistici-contabili. Un'ultima osservazione sull'efficientamento della gestione del rischio di cambio riguarda i servizi offerti dalle società *fintech* che, in alcuni casi, si pongono in alternativa al circuito bancario (10), offrendo più servizi ed in molti casi un miglioramento dell'*execution* (11). Mantenere però distinti ed indipendenti i due processi, ovvero quello di analisi e valutazione del rischio e quello di traduzione delle decisioni in azioni operative con il mercato, è fondamentale al fine di mantenere il processo di gestione del rischio efficace oltre che efficiente.

Conclusioni

La digitalizzazione delle informazioni e le soluzioni cloud stanno favorendo la gestione e il controllo del rischio nelle aziende e stanno avvicinando sempre più l'attività di

Note:

(7) Il legislatore attraverso la riforma dei principi contabili internazionali e nazionali ha focalizzato molto l'attenzione sulla problematica dell'*hedge ratio* tra strumento finanziario e sottostante coperto.

(8) Come già ricordato la cultura delle aziende era per lo più "bilancistica-contabile".

(9) Significativi sono: il rapporto di copertura; l'esposizione netta a rischio non coperta, il *fair value* negativo degli strumenti finanziari.

(10) Alcune di queste hanno ottenuto la licenza bancaria.

(11) È evidente come in questi casi, come per gli Istituti di Credito, esista un conflitto d'interesse cui la MIFID ha cercato di porre rimedio anche se, non di rado, più sulla carta che nella sostanza; il che può portare ad aumentare il rischio operativo.

corporate financial risk management anche alle imprese medio-piccole con vocazione internazionale. Con riferimento specificatamente alla gestione del rischio di cambio, la possibilità per i piccoli gruppi di mappare agevolmente ed in via sistematica le esposizioni a rischio, e per le aziende singole, la possibilità di visualizzare e condividere

anticipatamente con tutti gli organi coinvolti l'impatto della volatilità del cambio sullo specifico indicatore di *performance*, collegando obiettivi e risultati gestionali con quelli contabili patrimoniali, sta favorendo una cultura del rischio basata su logiche di predeterminazione dei risultati in sostituzione alla loro previsione.

LIBRI

GESTIRE LA CRISI D'IMPRESA

Processi e strumenti di risanamento

A cura di A. Danovi e A. Quagli

Wolters Kluwer, 2021, pagg. 740, € 85,00



In questa edizione del libro si analizzano:

- il concetto di crisi d'impresa, con ampi riferimenti ai diversi **studi e approcci metodologici**
- il monitoraggio volto alla **prevenzione** dello stato di crisi
- la **prognosi** e la **terapia**, attraverso l'analisi strategica delle vie di risanamento, il piano industriale, la relazione di attestazione, i riflessi giuridici e gli impatti fiscali
- **casi aziendali** di crisi e turnaround italiani

Il **CD-ROM** allegato contiene "AP-Plan", un tool excel realizzato da AP & Partners

Srl con cui manager, consulenti e professionisti possono sviluppare un documento di pianificazione strategica volto al raggiungimento degli obiettivi di business. Il piano consiste in una parte descrittiva e una economico-finanziaria.

Per informazioni o per l'acquisto

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.shopwki.it**