



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(ordinamento ex D.M. 270/2004)
in ***Economia e Finanza***

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

***Modalità di gestione del rischio
di tasso di cambio:
analisi di un ipotetico caso
aziendale***

Relatore

Ch. Prof. Massimo Buongiorno

Laureando

Nicola Zurlo

Matricola 847557

Anno Accademico

2015 / 2016

Sommario

INTRODUZIONE	4
PARTE PRIMA: Approfondimento teorico	
<u>CAPITOLO 1: Rischio ed esposizione al rischio, il rischio di tasso di cambio</u>	6
<i>1.1 Concetto di rischio</i>	6
<i>1.2 Esposizione al rischio e processo di gestione dei rischi finanziari</i>	10
<i>1.3 Tipologie di rischio:</i>	14
<i>1.3.1 Rischio di credito</i>	17
<i>1.3.2 Rischio operativo</i>	19
<i>1.3.3 Rischio strategico</i>	23
<i>1.3.4 Rischio di mercato</i>	24
<i>1.4 Il tasso di cambio</i>	26
<i>1.4.1 Concetto di rischio e di esposizione al tasso di cambio</i>	32
<i>1.4.2 Esposizione al rischio transitiva</i>	33
<i>1.4.3 Esposizione al rischio economica</i>	35
<i>1.4.3 Esposizione al rischio contabile</i>	38
PARTE SECONDA: Tecniche e strumenti	
<u>CAPITOLO 2: Tecniche e strumenti per la copertura del rischio di tasso di cambio</u>	40
<i>2.1 Motivazioni che spingono alla copertura del rischio di tasso di cambio</i>	40
<i>2.2 Introduzione sulle modalità e sui strumenti tecnici di copertura</i>	41
<i>2.3 Modalità e strumenti di copertura del rischio lineari:</i>	44
<i>2.3.1 Determinazione della valuta di fatturazione e dei prezzi di listino</i>	44
<i>2.3.2 Sistemi di regolamento e copertura mediante banche corrispondenti</i>	50
<i>2.3.3 Contratti a termine sulle valute (forward)</i>	53
<i>2.4 Swap come Strumento di copertura del rischio</i>	57

<i>2.5 Strumenti di copertura del rischio a Contenuto Opzionale</i>	59
<i>2.5.1 Opzioni Plain Vanilla</i>	64
<i>2.5.2 Combinazioni di Opzioni: Cilindro o Collar</i>	66
<i>2.5.3 Combinazioni di Opzioni: Participating Forward</i>	70
<i>2.5.4 Opzioni esotiche con barriera</i>	74
PARTE TERZA: Analisi Empirica	
<u>CAPITOLO 3: Raccolta e osservazione dati - analisi di un ipotetico caso di esportazione</u>	76
<i>3.1 Dati e osservazioni sul mercato dei derivati e analisi del contesto internazionale</i>	76
<i>3.2 Dati e osservazioni sul mercato dei derivati nel contesto italiano</i>	78
<i>3.3 Principali dati e indicatori sull'Export Italiano</i>	84
<i>3.4 Analisi di un ipotetico caso di esportazione di una commessa di calzature</i>	86
<i>3.4.1 Spiegazione del metodo utilizzato per l'analisi dei dati</i>	87
<i>3.4.2 Spiegazione ed analisi numerica dell'ipotetico caso di esportazione</i>	88
<i>3.4.2 .1 Copertura tramite Forward</i>	90
<i>3.4.2 .2 Copertura tramite l'acquisto di un'opzione put</i>	93
<i>3.4.2 .3 Copertura tramite Collar</i>	100
<i>3.5 Analisi di un ipotetico caso di copertura dinamica su esportazioni continuative annue</i>	112
<i>3.5.1 introduzione al caso</i>	112
<i>3.5.2 Analisi del caso aziendale e spiegazione del metodo utilizzato per copertura</i>	113
<u>CONCLUSIONI</u>	120
<i>Bibliografia</i>	124
<i>Sitografia</i>	126

INTRODUZIONE

L'elaborato nasce con l'obiettivo di analizzare il concetto di rischio e quali sono le principali tipologie, con un focus specifico sull'analisi e sulle modalità di gestione del rischio di tasso di cambio in un ambito aziendale.

Nel moderno mercato globalizzato, dove le aziende si confrontano quotidianamente con competitors stranieri e avviano relazioni commerciali con clienti e fornitori esteri, si sta manifestando una sempre più crescente necessità di monitoraggio e gestione del rischio.

Dunque qualsiasi tipologia di azienda è chiamata a strutturare e implementare delle politiche di identificazione e mitigazione del rischio.

L'analisi si è focalizza sul contesto aziendale italiano, noto per la forte propensione all'esportazione dei beni prodotti.

Ci si è chiesti e si vuole dunque verificare, se le aziende esportatrici italiane monitorino e si adoperino per la gestione del rischio di tasso di cambio o se si limitino allo sviluppo commerciale senza l'adeguata protezione del valore esposto al rischio.

Una volta osservato se le aziende esportatrici italiane gestiscano il rischio di tasso di cambio, si è voluto appurare quali strategie operative, e quali strumenti offerti dal mercato finanziario, sono utilizzati dal comparto aziendale per coprire la loro esposizione al rischio.

Nel caso in questione si è voluto osservare e analizzare le varie strategie di copertura dalle oscillazioni del tasso di cambio strutturale dalle aziende italiane, tali da garantirgli competitività e l'attenuamento della possibilità di erosione dei margini di profitto causa da variazioni sfavorevoli del tasso monetario.

Ciò premesso, il primo capitolo funge da introduzione con lo scopo di illustrare il concetto di rischio, cercando di delinearne e definirne le principali tipologie, andando poi a concentrarsi e sottolinearne la grande diversità con la nozione di esposizione al rischio.

Argomentati tali concetti, ci si andrà a focalizzare sulla trattazione e sull'analisi dell'argomento cardine del presente elaborato: il *rischio di tasso di cambio*.

Attraverso una overview verrà rappresentato cos'è il rischio di tasso di cambio, quando si viene a manifestare e quali possono essere le conseguenze a livello corporate della volatilità del valore monetario.

Nel secondo capitolo verranno presentate le varie modalità concrete che possono essere sfruttate da un'azienda per coprire la sua esposizione dal rischio di tasso di cambio, sia tramite l'utilizzo di "stratagemmi", quali possono essere l'indebitamento in divisa straniera, quindi non utilizzando degli specifici strumenti tecnici, sia attraverso l'utilizzo di specifici strumenti finanziari, comunemente chiamati strumenti "derivati".

Con questo capitolo ci si vuole addentrare nell'operatività della gestione del rischio di tasso di cambio, visualizzando le modalità realmente utilizzabili da un'azienda per coprire la propria esposizione, osservando la possibile efficacia, nella copertura dell'esposizione aziendale, di tali strategie e strumenti tecnici, tramite utilizzo di alcuni esempi numerici.

Il terzo e ultimo capitolo racchiude la parte empirica dell'elaborato, analizzando i dati raccolti in merito alla diffusione e all'effettivo utilizzo degli strumenti finanziari a copertura dell'esposizione aziendale al rischio di tasso di cambio da parte delle aziende italiane.

Verranno infine riportati due diversi ipotetici casi aziendali dove il primo caso raffigura l'esportazione di una commessa di calzature da parte di un'azienda italiana, dove verranno analizzati e commentati i risultati ottenuti da alcune strategie di copertura che utilizzano strumenti derivati.

Mentre nel secondo caso si raffigura l'esportazione continuativa su base annua di varie commesse di calzature da parte di un'azienda italiana verso l'estero, in questa fattispecie verranno analizzati e commentati i risultati ottenuti dall'implementazione di una strategia di copertura dinamica posta in essere dall'azienda.

Nel parte conclusiva si ribadisce la necessità della presa d'atto, della valutazione e dell'implementazione di strategie di copertura del rischio di tasso di cambio a livello corporate. Questo perché in un mercato fortemente globalizzato dove il regime dei tassi di cambio, e conseguentemente il valore della singola divisa, viene lasciato libero di fluttuare, un'azienda deve tutelare le proprie esposizioni in valuta per non vedere erodere i propri profitti a causa di un tasso di cambio sfavorevole.

CAPITOLO 1

Rischio ed esposizione al rischio, il rischio di tasso di cambio

1.1 Concetto di rischio

Come può essere espresso il concetto di rischio? Il termine rischio raffigura solo eventi negativi? In un contesto aziendale quale deve essere il rapporto che l'impresa ha con il rischio?

Una cosa è certa, il futuro non può essere predetto con assoluta certezza dunque il fatto di non sapere cosa succederà espone a tutta una serie di eventi, non sempre pronosticati, che possono avere un forte impatto sulla situazione ipotizzata inizialmente.

Qualsiasi individuo o società ogni giorno, molte volte in modo inconsapevole, si confronta con il rischio, trovandosi di fronte delle situazioni inaspettate che devono essere gestite al meglio per evitare gli effetti negativi, riuscendo bensì a trarne beneficio.

Il rischio può essere interpretato come la distribuzione dei possibili scostamenti dai risultati ipotizzati a priori per effetto di eventi di incerta manifestazione, che siano essi interni o esterni. Dunque si parte dall'assunto che il rischio possa creare degli scenari inaspettati, un esempio potrebbe essere una perdita o un'opportunità di profitto non prospettata, pertanto non viene messa in risalto solo un'accezione negativa del rischio "downside risk" ma si considera anche il lato positivo del rischio "upside risk".

L'incertezza nell'evoluzione dello scenario è il basamento del rischio, se il risultato fosse certo non si parlerebbe di rischio ma di evento certo, del quale si conoscono in partenza tutti gli effetti.

In certe circostanze l'individuo o la società assumono intenzionalmente dei rischi, per poter ottenere dei vantaggi o delle posizioni dominanti che altrimenti non si sarebbero potute generare, quali per esempio un extra-profitto derivante da un investimento rischioso o l'acquisizione di una posizione prevalente nel mercato di riferimento rispetto ai competitors, tutte attività che non sono certe già dalla fase di pianificazione ma che mettono a repentaglio risorse economiche preziose, senza la certezza di ottenere il risultato positivo sperato.

Di conseguenza si può ben capire come il rischio sia un componente fondamentale dall'attività di impresa, *“Esso consegue alla variabilità dei fattori dell'ambiente in cui l'impresa stessa opera e, di conseguenza, è all'origine dell'incertezza che caratterizza le performance economiche realizzabili”*¹.

Calandosi nel concetto di rischio all'interno contesto aziendale *“il rischio di impresa può essere definito come la possibilità che si verifichino e si abbattano su di essa eventi che pregiudicano lo svolgimento, in maniera economica, dell'attività di produzione per il mercato”*². Esso può portare all'eventualità di un risultato economico inferiore alle aspettative, in termini di un minor profitto, in termini di investimenti non remunerativi che limitano il capitale a disposizione dell'azienda senza portare un beneficio concreto all'attività o che semplicemente, per fattori “esterni” all'attività d'impresa, venga eroso o vanificato l'utile sui prodotti collocati nel mercato.

Il rischio è una componente imprescindibile per l'azienda e rappresenta una condizione costante dell'agire imprenditoriale radicata allo svolgimento dell'attività economica.

L'attività svolta dall'imprenditore, che può essere definito come *“chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi”*³, non porta con certezza a un guadagno e non è certo che possa essere duratura e continuativa nel tempo; tutto ricade nell'abilità dell'imprenditore di sviluppare con continuità business applicando scelte manageriali rischiose dove i risultati non sono né certi né determinabili con certezza a priori.

Pertanto nell'attività imprenditoriale, quindi nel contesto aziendale, l'assunzione di rischio è l'essenza dell'attività stessa: ovvia premessa per poter l'attendere un ritorno economico.

Il rischio d'impresa è generato dalla disarmonia fra gli elementi dell'ambiente esterno all'impresa e quelli inerenti la struttura interna, che sono rappresentati dalle strutture organizzative e operative dell'azienda.

Il concetto di ambiente esterno all'impresa racchiude sia la collocazione territoriale dell'impresa, in termini di mercato di allocazione dei beni, sia delle relazioni intrattenute con clienti/fornitori dislocati in varie zone di influenza.

¹ G.Bertinetti, *“Finanza aziendale internazionale”*, Torino: G. Giappichelli Editore, 2006.

² Giunta F, *“Appunti di economia Aziendale”*, Padova: Cedam, 1996.

³ Codice civile, Titolo II, Art 2082: *“Nozione di imprenditore”*.

Proprio l'ambiente "esterno" con il suo incessante innovarsi, offre alle aziende la possibilità di espansione e di sviluppo ed è al tempo stesso causa di condizioni di rischio per le diverse aziende che vi operano.

Il contesto odierno, evolutivo e dinamico, è caratterizzato da due fenomeni che stanno letteralmente cambiando il concetto di economia e di conseguenza la modalità di sviluppo dell'attività aziendale.

Da un lato ci si trova di fronte alla "globalizzazione dell'economia": fenomeno per cui le economie e i mercati nazionali, grazie allo sviluppo delle telecomunicazioni e delle tecnologie informatiche, vanno divenendo sempre più interdipendenti. Questo fino a diventare parte di un unico sistema economico mondiale creando notevoli disequilibri e maggiori esposizione a rischi per tutte le tipologie di aziende, che si trovano a confrontarsi e a competere non più solo con competitors locali, facenti parte del medesimo sistema economico, ma anche con competitors di mercati esteri provenienti da sistemi economici che possono essere talvolta più competitivi.

Dall'altro lato, ci si deve commisurare con "l'internalizzazione dei mercati", intesa come la transazionalità delle imprese, che non si collocano e non si sviluppano più solo ed esclusivamente nel paese di origine ma che distribuiscono nell'intero globo le loro produzioni: per segmenti, per prodotto, o per mercati di sbocco o attraverso acquisizioni e accordi con imprese già di grandi dimensioni. Il tutto sempre con l'obiettivo di sfruttare il maggior vantaggio competitivo che risiede in mercati e in economie diverse, creando delle nuove tipologie di rischio per tutte le imprese, che si trovano dunque a dover applicare delle strategie di copertura, dell'innovazione continua, per fronteggiare e dunque sopravvivere ritagliandosi quindi il proprio spazio nella moderna economia mondiale.

L'allargamento dei mercati oltre i confini nazionali, sia in termini di collocamento dei prodotti sia in termini di acquisizione delle risorse (comprese quelle finanziarie) ha accentuato di molto la competizione tra le imprese concorrendo non solo alla trasformazione nel modello di spesa del consumatore ma anche generando maggiori flussi informativi dall'impresa verso l'estero.

Non a caso molto spesso viene utilizzato il termine “New Economy” che definisce, non solo i nuovi ambiti settoriali di un’azienda, per processi o per prodotti, ma richiama anche un differente grado di intersezione tra interno ed esterno d’impresa, tra struttura e ambiente che ridefinisce rischi e opportunità dell’attività d’impresa.

Inquadrando invece adesso l’ambiente interno all’azienda, si intende tutto l’insieme di processi operativi e produttivi aziendali, come le strategie implementate dall’azienda per la propria gestione, l’implementazione del business e la salvaguardia della propria attività dagli innumerevoli rischi. Un esempio potrebbe essere l’incertezza sull’investimento di risorse finanziarie in fattori produttivi a fecondità ripetuta i quali sono rischiosi e richiedono lunghi periodi di recupero .

L’azienda deve dunque dotarsi internamente di politiche di gestione e mitigazioni delle varie tipologie di rischio con le quali si trova a dover competere: in un ambiente economico così diversificato e variabile le principali preoccupazioni derivano maggiormente dalla difficoltà di effettuare ragionevoli previsioni circa il futuro dell’economia che possono portare all’erosione del profitto.

Dunque l’azienda, per poter sussistere in un siffatto contesto, deve ricercare il giusto mix tra l’ambiente esterno e interno, tra la tendenza alla rigidità delle proprie strutture/politiche gestionali e la forte variabilità dell’ambiente esterno, legati come si può ben capire da un unico filo conduttore.

Pertanto l’azienda è chiamata a implementare delle strategie di gestione del rischio che la rendano flessibile, competitiva sui mercati e nei rapporti presenti nell’ambiente in cui l’impresa opera.

Maggiore è la variabilità ambientale, minore è la prevedibilità del futuro e maggiori sono le incognite con il conseguente incremento del grado di rischio per l’azienda.

1.2 Esposizione al rischio e processo di gestione dei rischi finanziari

Occuparsi di gestione aziendale del rischio richiede in primo luogo di aver ben presente la distinzione e di separare il concetto di rischio da quello di esposizione al rischio.

Il rischio va a considerare la volatilità di una variabile specifica che viene presa come riferimento: tanto maggiore è tale variabilità tanto maggiore è la possibilità che la variabile considerata possa oscillare in termini di valore nel tempo creando degli scostamenti che possono essere favorevoli o dannosi .

Il rischio è dunque uno stato generato da un insieme di parametri più o meno noti o conosciuti, correlati alla variabile presa come riferimento, che può andare a modificare in modo sfavorevole lo stato iniziale della variabile stessa.

L'esposizione al rischio invece considera l'impatto che la variazione della variabile considerata produce sulle effettive performance aziendali in termini di quali fattori aziendali sono direttamente esposti a effetti negativi derivanti dal mutamento della variabile di riferimento.

In altri termini il concetto di rischio va a inquadrare la possibilità che una variabile possa modificarsi in senso sfavorevole per l'azienda andando a considerare le conseguenze generali che questa trasformazione può comportare; viceversa il concetto di esposizione al rischio si cala nello specifico, considerando il quantitativo/l'ammontare sul quale va a impattare la variazione della variabile considerata e quindi quantificando l'effetto della variazione su un elemento direttamente correlato dell'impresa.

A titolo di esempio, per meglio enunciare il concetto di esposizione al rischio, nel contesto della concessione di credito, il termine esposizione viene normalmente utilizzato per indicare l'ammontare specifico della cifra prestata soggetta al rischio di non venir più restituita al creditore in caso di insolvenza del debitore. Perciò il creditore è soggetto al generico rischio di credito ma il suo vero problema è che si trova esposto al rischio nei termini di non riottenere la specifica cifra prestata al debitore.

Oltretutto è molto importante considerare anche l'aspetto temporale quando si va ad argomentare di rischio e/o di esposizione al rischio, più precisamente si dovrebbe parlare di arco temporale.

Per un'azienda il fatto di essere soggetta a un rischio, essendone esposta in una data misura, è già di per sé un elemento che può recare un grave danno all'attività aziendale; se poi l'arco temporale del rischio sulla specifica esposizione si protrae per molto tempo gli effetti negativi derivanti sull'ammontare esposto possono avere una magnitudo molto più elevata.

Già dalla definizione di rischioso si sottolinea l'importanza del tempo perché *“è rischioso ciò che varia nel tempo in modo non identificabile a priori va da sé che è esposto al rischio ciò che nello stesso lasso di tempo non è in condizione di variare per evitare l'impatto del rischio”*⁴.

Da tutto ciò che è emerso sino ad ora si può ben capire quanto per un'azienda sia importante instaurare al suo interno una politica di gestione dei rischi finanziari che le permetta di coprirsi da eventuali effetti negativi derivati da oscillazioni o variazioni a lei sfavorevoli e che eventualmente le permetta di sfruttare a proprio vantaggio questi mutamenti.

Come può fare però un'azienda a gestire il rischio con il quale si trova a doversi scontrare? Come si deve organizzare per potersi coprire in modo funzionale?

Innanzitutto il segmento aziendale competente nella gestione del rischio dovrebbe darsi delle specifiche regole (policy) per effettuare una corretta gestione finanziaria dei rischi finanziari.

Si cercherà pertanto di delineare quale può essere la corretta procedura operativa, disposta in ordine cronologico, con la quale l'azienda può implementare una corretta policy interna per gestire correttamente il rischio;

1. Ponderare gli obiettivi di copertura

Un'azienda non può gestire il rischio se non ha ben chiaro quali sono i suoi obiettivi in termini di rischio e di rendimento.

Per far ciò l'azienda deve contestualizzare gli obiettivi in base all'ambito operativo in cui opera calandosi nell'effettiva realtà dell'attività svolta.

Senza dei chiari obiettivi a priori, l'azienda non saprebbe definire qual è lo scopo della gestione del rischio, trovandosi nella possibile circostanza di mettere in essere delle costose attività di copertura che poi a posteriori risulterebbero non efficaci.

⁴ G. Bertinetti, *“Finanza aziendale internazionale”*, Torino: G. Giappichelli Editore, 2006.

2. Mappatura del rischio

Una volta idealizzati i generici obiettivi e contestualizzati, per l'azienda è fondamentale identificare le fonti di rischio alla quale è esposta e stimare la magnitudo corrente e futura che tale rischio può avere sulle proprie esposizioni, esplicitando poi, in modo specifico e quantitativo, gli obiettivi della gestione del rischio.

Deve dunque analizzare le varie aree di business in cui opera e valutare quali possono essere i rischi che sono in grado di colpire l'attività svolta andando bene a configurare la specifica esposizione aziendale in quel settore a quel rischio.

Per far questo l'azienda può analizzare: le caratteristiche del ciclo di produzione, la tipologia di rapporti che ha con i propri clienti e con i propri fornitori, il proprio processo di formazione del prezzo, gli elementi di incertezza quantitativa e temporale dei propri fenomeni industriali, il prezzo di vendita al consumatore dei beni prodotti e tutti quegli elementi che possono subire variazioni sfavorevoli causate dalla variabile soggetta al rischio.

Fatta questa valutazione l'azienda dovrebbe aver ben noto e quantificato il proprio profilo di rischio riuscendo così a esplicitare gli obiettivi della gestione del rischio stesso.

Quale sia la percentuale di rischio che si vuole coprire con determinate tecniche o strumenti e quale sia invece quella percentuale di rischio che si è disposti a tenersi "in pancia" perché non di certa realizzazione o comunque di impatto negativo minore rispetto a sostenimento di costi certi per la sua copertura.

Il tutto deve sempre essere inquadrato in un'ottica di orizzonte temporale della gestione per darsi dei limiti e delle specifiche scadenze temporali nell'operatività di copertura.

3. Strumenti per la gestione del rischio

Elaborato ciò, l'ufficio finanziario dell'azienda passa al lato di valutazione delle modalità operative per coprire effettivamente il rischio.

Questo può essere fatto tramite delle analisi condotte riguardo ai rispettivi competitors o tramite l'utilizzo di strumenti specifici per la copertura.

Talvolta andare a condurre delle ricerche sulle politiche di risk management dei concorrenti può agevolare la risoluzione del problema della copertura, perché permette di vedere le modalità o gli strumenti usati dai rivali e questo può consentire di replicare la strategia, uniformandosi con la concorrenza; oppure analizzando la situazione possono essere messe in atto delle contromosse mirate per migliorare il piano di copertura già utilizzato dai rivali.

Quindi l'azienda deve individuare gli specifici strumenti tecnici presenti nel mercato coerenti con gli obiettivi della gestione all'esposizione al rischio prefissata, il tutto verificando i prezzi in fase di negoziazione per valutare l'impatto e la sostenibilità del costo di copertura nel contesto aziendale.

4. Costruzione ed implementazione della strategia

Una volta individuati e valutati gli strumenti, l'azienda deve comporre la strategia ottimale che vada effettivamente a coprire le esposizioni dell'azienda. Questa strategia può essere "rigida" se gli strumenti utilizzati fissano dei parametri non mutevoli nel tempo, oppure dinamica cioè che può essere adattata in base all'evoluzione delle variabili in gioco nel tempo.

A prescindere da quale sia la strategia adottata, il segmento di risk management aziendale deve sempre monitorare la posizione a rischio confrontando esposizione, operazioni finanziarie a copertura e la quota di rischio consapevolmente non coperta per aver sempre sotto controllo l'operato derivante dalla gestione del rischio.

Per avere sempre il quadro completo e aggiornato è molto importante aggiornare periodicamente i valori dell'esposizione al rischio.

5. Valutazione delle performance

E' molto importante raccogliere e misurare i risultati ex-post derivanti dalla strategia di copertura. Innanzitutto, per verificare l'efficacia o meno della strategia messa in essere, si controlla che l'analisi condotta precedentemente fosse corretta e che gli obiettivi di copertura prefissi siano stati raggiunti con successo. Nel caso in cui la strategia non fosse stata efficace, i dati raccolti permettono di appurare dov'è stato commesso l'errore e dunque porvi rimedio o comunque costituiranno un bagaglio storico che permetterà di commettere il medesimo errore in futuro.

1.3 Tipologie di rischio

Nei precedenti paragrafi è stato brevemente introdotto il concetto di rischio e di esposizione al rischio con l'intenzione di evidenziare la presenza di fenomeni o di circostanze generali che non consentono molte volte all'impresa di realizzare in modo efficace la sua funzione di produzione. Sostanzialmente si è parlato in modo generale di alcune variabili che interessano l'azienda nel suo complesso, ossia del rischio generico, il quale può essere inteso come l'eventualità che l'impresa non riesca ed essere remunerativa e proficua.

Si parla, invece, di tipologie di rischi specifici quando si vanno a considerare nel dettaglio determinati aspetti dell'attività d'impresa: per esempio, l'alea collegata alla mancata riscossione di un credito, alla variazione di un importo da incassare causata da una variazione di tasso di cambio sfavorevole, al mancato ricevimento di un finanziamento, a degli errori dei dipendenti che vanificano la nuova strategia operativa messa in atto dall'azienda e così via.

Il concetto di rischio specifico analizza particolari manifestazioni del rischio economico approfondendo le problematiche specifiche per i vari campi di azione dell'azienda.

Essendo i rischi che influenzano l'attività dell'impresa contraddistinti da un'origine assai variegata, la loro suddivisione può essere effettuata sulla base di criteri suscettibili di differenze significative.

*“Seguendo un approccio economico, il criterio di distinzione più appropriato è indubbiamente riconducibile all'effetto derivante dal verificarsi dell'evento. Sulla base di ciò, si può, infatti, distinguere tra rischi economici e rischi non economici”*⁵.

I rischi economici sono chiamati così perché *“sono in grado di causare delle perdite monetarie mentre i secondi non vanno a causare delle perdite monetarie anche se questo inquadramento non è molto efficace perché se pur di non immediata manifestazione economica, qualsiasi rischio che porta ad una perdita può essere quantificato economicamente”*⁶.

*“Un’altra possibile distinzione è fondata sulla natura dell’evento che comporta l’insorgere del rischio. Secondo tale principio, si possono identificare rischi fisici, tecnici ed economici”*⁷.

I rischi fisici sono provocati da eventi naturali, non gestibili né tanto meno controllabili dall’uomo, a differenza delle altre due tipologie di rischio, collegati invece all’attività dell’impresa.

Nel dettaglio, i rischi tecnici derivano dalla struttura tecnica e tecnologica implementata nel modello operativo e gestionale presente all’interno dell’impresa che caratterizza l’attività economica, mentre quelli economici insorgono in ragione dei rapporti che l’azienda ha in essere con soggetti esterni, quali clienti, fornitori, o istituzioni.

Alcuni esempi per descrivere il rischio economico possono essere il mancato pagamento di una fornitura di prodotti da parte del cliente e il ritardo nei pagamenti rispetto ai termini pattuiti da parte del cliente: la materie prime che arrivano in ritardo o non delle qualità prescelte a causa di errori da parte dei fornitori e il ritardo all’emissione di alcuni visti per esportare merci da parte di alcuni organi istituzionali.

*“Vedendo il rischio sotto un’ottica di evento aleatorio può essere effettuata un’ulteriore classificazione, secondo la quale i rischi possono essere distinti in statici e dinamici”*⁸.

⁵ U. Gobbi, *“L’assicurazione in generale”*, 1898.

⁶ U. Bertini, *“Introduzione allo studio dei rischi dell’economia aziendale”*, Milano:Giuffrè, 1987.

⁷ P.F Drucker, *“La nuova società”*, Milano: Garzanti Editore, 1953

⁸ Willet, A. Herbert., *“The economic theory of risk and insurance”*, Columbia, 1901.

I primi sono riconducibili a eventi che si ripresentano con una certa costanza nel tempo, quali eventi naturali e sbagli o negligenze commessi dalle persone: tutto ciò che in un certo qual modo si viene a presentare ciclicamente all'interno dell'attività d'impresa perché derivanti dallo svolgimento di qualsiasi attività imprenditoriale.

Diversamente, i rischi dinamici sono originati dalla variazione di fattori che si evolvono continuamente nel tempo e che influenzano l'attività dell'impresa, come la situazione economica del paese in cui si sviluppa l'attività, le preferenze dei consumatori che sono molto elastiche e variabili e il contesto tecnologico sempre in continua evoluzione che può diventare un obsoleto sistema di produzione nel giro di poco tempo.

La rilevanza di quest'ultima distinzione di tipologie di rischio consiste nel fatto che, mentre la probabilità dei rischi statici è individuabile a priori con ragionevoli margini di certezza perché caratterizzata da eventi ripetibili che si verificano con una certa ciclicità, quella dei rischi dinamici non è invece definibile a priori a causa dell'incertezza insita nella verifica o meno di questi eventi.

Un ulteriore metodo di classificazione dei rischi, molto utile nell'ambito della valutazione degli stessi si basa sul criterio di gravità.

*"I rischi sono quindi definiti marginali, che non abbiano dunque un impatto molto rilevante nell'attività aziendale e qualora i possibili danni da essi cagionati possano essere ripianati facendo ricorso alle risorse finanziarie dell'impresa"*⁹.

Sono invece rischi rilevanti se sono in grado di generare delle forti perdite che possono destabilizzare in modo considerevole l'attività dell'impresa tali che per il loro ripianamento è indispensabile il ricorso a finanziamenti o l'alienazione di attività aziendali.

La fondamentale suddivisione delle varie tipologie di rischio, utilizzata come riferimento cardine nella loro identificazione e classificazione è quella proposta nell'ambito della normativa dell'Accordo sul Capitale di Basilea del 2004, meglio noto come "Basilea 2" che è entrata in vigore a partire da Gennaio 2007.

⁹ B. Medges, "Proper limits in liability insurance. A problem in decision making over uncertainty", 1961.

Tale normativa è stata predisposta dal comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, che è un organo consultivo internazionale, istituito nel 1974 dalle banche centrali dei paesi del G10 con sede a Basilea presso la B.R.I., che ha come obiettivo definire una regolamentazione della Vigilanza Bancaria con lo scopo di assicurare stabilità al sistema finanziario globale.

Sebbene tale normativa sia focalizzata sulla regolamentazione del settore dell'intermediazione finanziaria e creditizia, al suo interno si può osservare una distinzione dei rischi d'impresa utilizzabile e applicabile trasversalmente a qualsiasi settore economico. La rilevanza di tale classificazione deriva dal fatto che, oltre a essere stata stilata da un'istituzione sopra le parti, funge da anello di congiunzione nella normativa di settore a livello comunitario, ed essendo essa concepita per essere calata nelle molteplici realtà generali è di universale applicabilità.

La classificazione proposta da Basilea 2 utilizza, come criterio di ripartizione, l'impatto che i diversi rischi hanno sul contesto aziendale, giungendo ad una suddivisione dei rischi in quattro categorie: il rischio di credito, il rischio operativo, il rischio strategico e infine il rischio di mercato.

Pertanto si andranno ad analizzare queste tipologie di rischio più nel dettaglio per capire effettivamente in cosa consistono e che impatto possono avere nel contesto aziendale.

- **Rischio di credito**

Il rischio di credito, o anche rischio di insolvenza, è quel rischio che viene corso nel contesto di un'operazione creditizia quando il debitore non assolve, o anche solo in parte, ai suoi obblighi di rimborso del capitale e/o pagamento degli interessi verso il creditore.

Il fatto che il creditore non riceva la cifra prestata o quanto meno non riceva l'intero importo ma solo una parte, può generare un effetto a catena per il quale lo stesso creditore, non avendo recuperato l'ammontare, e vedendosi dunque mancare un flusso di cassa indispensabile, può trovarsi esso stesso in difficoltà o addirittura in una situazione di dissesto pregiudicando irrimediabilmente l'attività imprenditoriale.

In un contesto prettamente aziendale il rischio di credito si verifica quando l'azienda commercializza e piazza i beni prodotti nei vari mercati ai vari clienti e poi non riceve i pagamenti o non li riceve nei termini prestabiliti.

Nello specifico contesto italiano è molto diffusa la pratica delle aziende di concedere delle dilazioni di pagamento ai clienti permettendogli di pagare gli importi contrattualizzati e fatturati con 30/60/90/120 giorni di ritardo dall'avvenuta consegna e fatturazione della merce: questo espone dal punto di vista del credito l'impresa non essendo nemmeno certa di ricevere il pagamento nelle date prestabilite. Dal momento che non incassa in seduta stante l'ammontare (quindi si trasforma essa stessa in una sorta di banca concedendo una specie di credito al cliente) e non disponendo subito del reddito derivante dal piazzamento della merce, in molti casi l'azienda è costretta a divenire essa stessa una debitrice, e quindi indebitarsi presso le banche.

La Banca d'Italia ha condotto un'indagine dalla quale è emerso che oltre l'80% del fatturato delle imprese italiane viene venduto con una dilazione media di pagamento contrattuale di 90 giorni sul quale è stato riscontrato un ritardo di 11 giorni.

Da considerare inoltre il fatto che l'impresa è chiamata al pagamento delle imposte in via anticipata, cioè al pagamento delle tasse sugli importi fatturati corrispettivi alle merci vendute, anche se tali valori non sono stati incassati e dunque non vanno a concorrere all'aumento delle disponibilità liquide aziendali.

Come ulteriore aspetto di riflessione l'azienda in certi casi beneficia dello stesso trattamento dilazionato che le viene concesso dai fornitori, anche se in molte circostanze i fornitori stessi, avendo una buona forza contrattuale, riducono l'arco temporale concesso come dilazione di pagamento, obbligando l'impresa ad affrettare i termini per il saldo del debito e trovandosi sempre esposta al proprio rischio di credito di non ricevere i propri pagamenti.

Il rischio di credito non si verifica unicamente in presenza d'insolvenza da parte del debitore, ma bisogna considerare come una parte integrante del rischio di credito anche il solo deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie della parte debitrice: l'azienda quindi, in un certo qual modo, dovrebbe tutelarsi attraverso una valutazione a monte della solvibilità e affidabilità dei clienti con cui si va a relazionare, cosa molto problematica tanto che la quantificazione del rischio di credito risulta particolarmente difficoltosa.

Dunque si può ben capire come il rischio di credito vada fortemente a impattare nel contesto dell'azienda esponendola pesantemente a situazioni "miss income" potenzialmente letali per le sorti dell'attività economica svolta essendo questo rischio per di più un rischio inquadrabile e dunque quantificabile anteriormente.

- **Rischio operativo**

Questa tipologia di rischio non è facilmente quantificabile né facilmente delineabile con assoluta certezza, vista la complessità della sua identificazione.

Esistono varie definizioni di rischio operativo utilizzate sia dalle grandi banche che dalle aziende e riportate nei loro bilanci per giustificare eventuali perdite derivanti da fenomeni connessi a questo rischio.

L'accordo sul capitale di Basilea del 2004 (dunque Basilea 2) adotta una specifica definizione per il rischio operativo: *"esso è definito come il rischio di perdite rilevanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni"*¹⁰.

Si evidenzia il fatto di come il comitato di Basilea ha scelto di concentrarsi sulle perdite direttamente riconducibili al rischio operativo, escludendo le possibili conseguenze indirette dunque guardando non ai suoi effetti ma alle sue cause.

Quali sono pertanto le possibili cause che possono generare questo rischio?

O per meglio dire quali sono i fattori di rischio che devono essere analizzati e ben gestiti per scongiurare gli effetti negativi derivanti dal rischio operativo?

Il comitato di Basilea ha identificato 4 fattori di rischio che concorrono direttamente alla generazione del rischio operativo.

¹⁰ N. Radic, *"Il rischio operativo: misura e gestione. La normativa di vigilanza"*, Roma, 2009.

In primo luogo bisogna considerare le risorse umane, rappresentate come tutti i lavoratori: dipendenti e liberi professionisti, che prestano le loro capacità lavorative, fisiche e intellettuali dietro il corrispettivo di una retribuzione.

I lavoratori con la propria opera lavorativa sono il punto cardine per lo sviluppo e la continuità dell'attività imprenditoriale: è solo mediante l'insieme delle mansioni lavorative svolte da loro che i processi produttivi dell'azienda vengono messi in atto, permettendo all'azienda di prosperare, crescere e produrre i beni che poi verranno commercializzati nel mercato.

Come ben si sa però, solo chi lavora può sbagliare, perciò per qualsiasi lavoratore che svolge un'attività lavorativa l'errore è sempre dietro l'angolo. L'errore può derivare da uno sbaglio commesso nella lavorazione del prodotto durante la fase di produzione/assemblamento, dalla negligenza posta in essere dal lavoratore nello svolgimento del proprio compito, cioè mettendo in essere un atteggiamento passivo e colposo nei confronti dei propri obblighi o doveri, dovuto a pigrizia o insensibilità che porta alla generazione di un errore professionale. Bisogna poi considerare gli errori derivanti dall'incompetenza dei lavoratori vale a dire originati dalla scarsa padronanza della disciplina lavorativa derivante dal limite di esperienza o di preparazione nell'esercizio della propria attività professionale, che possono generare anche delle consistenti perdite per l'azienda.

L'altra faccia della medaglia da analizzare quando si parla dei problemi che possono essere generati dalle risorse umane all'interno dell'impresa è la frode o l'appropriazione indebita. In certi frangenti i lavoratori mettono in atto delle strategie truffaldine con l'obiettivo di arricchirsi sottraendo ricchezza all'azienda e cagionandole così un grave danno economico che viene categorizzato all'interno del rischio operativo.

Il secondo fattore di rischio da considerare quando si parla di rischio operativo è l'analisi dei sistemi informatici. Questo fattore include tutti gli aspetti tecnologici della vita d'impresa, ed è un elemento importantissimo per qualsiasi tipologia di azienda poiché oggi, per poter operare ed essere competitivi sul mercato, le imprese devono essere dotate quantomeno di un sistema informatico base funzionante.

Dunque, partendo dall'assunto che la tecnologia informatica è parte integrante per lo svolgimento dell'attività produttiva aziendale, è fondamentale per l'impresa mettere in atto delle strategie o delle procedure che limitino il più possibile guasti o mal funzionamenti del sistema informatico. Cosa succederebbe nel caso in cui si venisse a manifestare un guasto nell'hardware o nel software aziendale? Molto probabilmente si creerebbe un blocco nell'utilizzazione dei PC aziendali che potrebbe comportare la sospensione sia della ricezione delle comunicazioni sia dell'invio delle comunicazioni, portando, a titolo esemplificato, alla non ricezione di ordini per la produzione, o come alla mancata comunicazione delle materie prime necessarie ai fornitori di riferimento, comportando un grave ritardo produttivo e pertanto una perdita economica per l'azienda.

Un'altra sfaccettatura da considerare nell'analisi delle problematiche derivanti dai sistemi informatici, sono le possibili intrusioni operate da agenti esterni (quali hacker), che tramite l'utilizzo di malware o virus cercano di infiltrarsi nel sistema informatico aziendale per sottrarre informazioni riservate allo scopo di sfruttarle a loro vantaggio o di rivendere ai diretti rivali.

Questo è un fenomeno sempre più in ascesa tanto che le aziende non hanno più solo il problema di ideare e innovare per restare competitive sul mercato, ma bensì devono anche difendere le loro informazioni da possibili intrusioni esterne con l'utilizzo di sistemi di protezione o assicurando lo specifico rischio: il tutto comporta un maggior esborso per l'azienda stessa.

Da considerare sempre che l'azienda comunque può avere la problematica della perdita dei dati senza che gli vengano sottratti, derivante per esempio da un guasto dell'hardware che comporta un grave danno che può seriamente compromettere l'attività produttiva aziendale, come pure dover fronteggiare guasti alle telecomunicazioni derivanti per esempio da interruzioni della linea elettrica o della linea telefonica.

Come terzo fattore di rischio vengono considerati i processi interni all'azienda, intesi come le modalità procedurali e di controllo interno che hanno lo scopo di creare una catena del valore funzionale per l'impresa che le permetta di produrre e applicare le procedure amministrative migliori, massimizzando le varie fasi produttive ed amministrative.

Nel caso di procedure produttive inadeguate, come un processo produttivo non ben concepito, dunque che non massimizza i tempi e non minimizza i costi, emerge come il processo non sia stato ben elaborato a priori e come questi errori di parametrizzazione vadano ad impattare sulla possibilità di un maggior sviluppo aziendale.

Come ben si sa andare a riparametrare un processo produttivo all'interno di un'azienda è un lavoro molto costoso in termini di investimenti per la riprogettazione delle varie fasi: eventualmente per la riqualificazione del processo produttivo in essere e nell'ipotesi dell'acquisto di nuove attrezzature/macchinari necessari per l'implementazione della nuova strategia che richiede molto tempo e non è detto che porti sempre ai risultati sperati. Pertanto per l'azienda è sempre molto importante monitorare il corretto funzionamento del processo correggendo eventuali piccole discrepanze in corso d'opera per non doversi poi trovare ad aver dei grandi esborsi in un'unica soluzione non avendo corretto il processo quando era ancora possibile.

Come quarto e ultimo fattore di rischio vengono considerati gli eventi esterni al contesto aziendale che comunque vanno ad impattare direttamente sulla vita dell'impresa.

Questi eventi contengono tutte le perdite cagionate da cause esterne, pertanto non direttamente controllabili dal management dell'azienda, che in molti casi non si può opporre o poco più fare per mitigare gli effetti che vanno a ripercuotersi nell'azienda. Alcuni esempi per meglio inquadrare questo concetto potrebbero essere delle modifiche nel quadro politico del paese che vadano a limitare l'area operativa sulla quale l'azienda può esercitare: il blocco delle relazioni verso un paese a causa dell'embargo o di blocchi diplomatici derivanti da contrasti internazionali influenzando inevitabilmente e pesantemente sull'operato o dunque sui ricavi che l'impresa può generare.

Altro caso deriva dalla modificazione delle leggi o della normativa fiscale che va a comportare nuovi costi o una riduzione dei ricavi aziendali: basti pensare all'aumento delle imposte che l'impresa si trova a versare allo stato, essendo magari quest'ultimo avvenuto in corso d'anno, non era stato preventivato e dunque messo a budget esponendo l'azienda così a delle uscite di cassa non previste.

Come ultimo fattore esterno si possono considerare gli atti vandalici o i furti che vanno a ledere le disponibilità materiali dell'azienda obbligandola a sostenere dei costi per ripristinare i beni rubati o danneggiati permettendo così all'azienda di riportarsi alla condizione precedente al furto o all'atto vandalico.

- **Rischio strategico**

Quando si parla di rischio strategico si va ad analizzare la strategia messa in atto da un'azienda per collocarsi ed essere prolifera nel mercato. Il rischio risiede nelle possibili perdite presenti e future che possono essere originate da effetti negativi derivanti da scelte strategiche aziendali o da trasformazioni del contesto competitivo in cui l'impresa opera.

Le strategie competitive messe in atto dall'azienda sono il core business dell'attività perché stabiliscono il mercato in cui l'impresa si vuole collocare, fissano il target dei clienti al quale il prodotto si vuole rivolgere e valutano quali prezzi proporre sul mercato.

Pertanto scelte strategiche corrette portano a un aumento della competitività da parte dell'impresa, permettendole di ritagliarsi una miglior posizione competitiva nel mercato di appartenenza mentre scelte scorrette e non ben ponderate portano a erodere il margine competitivo nel mercato.

Molto importante è considerare nell'esposizione del rischio strategico anche l'idea che l'azienda dà al mercato e ai possibili clienti, parlando dunque di immagine aziendale e reputazionale dell'azienda.

Un'azienda che nella propria strategia considera e cura l'immagine che vuole trasmettere ai propri stakeholders e in egual modo cura la propria reputazione, cercando sempre di offrire dei prodotti di alto standard qualitativo, è un'impresa che sfrutta a pieno e al meglio la strategia di pianificazione.

- **Rischio di mercato**

Ragionando in un'ottica prettamente più finanziaria emerge la definizione di un'altra tipologia di rischio: il rischio di mercato.

Questo rischio si focalizza sulla perenne incertezza e volatilità che risiede nel mercato finanziario, inteso come il luogo dove avvengono le contrattazioni di tutti i prodotti e strumenti finanziari, quali: azioni, obbligazioni, varie tipologie di tassi, strumenti derivati, materie prime ecc.

Pertanto il rischio di mercato in ambito finanziario indica la probabilità di ottenere delle oscillazioni nel valore del bene finanziario posseduto che possono risultare positive come altamente negative.

Nell'ambito finanziario quando si investe in un bene l'obiettivo minimo è il mantenimento del valore di partenza ma il vero scopo è quello di conseguire un rendimento positivo che giustifichi il rischio corso nell'effettuare l'investimento all'interno di un mercato volatile ed incerto.

In particolare, il rischio di mercato rappresenta la perdita o il guadagno potenziale che può derivare dal detenere una posizione o un portafoglio di titoli in un determinato orizzonte temporale, in seguito alla variazione delle variabili di mercato.

Dunque può essere visto come il rischio in cui incorre un investitore in seguito a variazioni generali del mercato.

Nella definizione sopra riportata si parla di variabili di mercato, ma cosa si intende per variabili di mercato? Quali possono essere queste variabili?

Molte sono le variabili che influenzano l'andamento dei mercati e a cui possono essere associate varie sottocategorie del rischio di mercato, e tra di esse figurano: il *tasso di interesse*, il *valore azionario*, il *valore delle commodity*.

Il *tasso di interesse*, da cui deriva l'omonimo rischio di tasso di interesse che considera la problematica originata dalla perdita derivante da movimenti avversi del tasso di interesse che possono comportare, per esempio, l'aumento del tasso di interesse da pagare sul mutuo aperto per finanziare un investimento, comportando di conseguenza un maggior esborso economico per l'azienda indebitata modificando l'originario tasso di interesse che doveva pagare.

La seconda variabile da considerare è il *valore azionario*, da cui deriva l'omonimo rischio azionario inteso come la problematica associata alla volatilità del prezzo delle azioni. Quando un investitore acquista o vende allo scoperto un titolo azionario è esposto all'andamento del valore dell'azione: in caso di acquisto dell'azione l'investitore "spera" in un aumento del valore del titolo azionario acquistato in modo tale da poterlo rivendere a un prezzo maggiore di quello di acquisto ottenendo un extra-profitto.

Con particolare riferimento agli strumenti azionari, il rischio di mercato si contrappone al rischio specifico, relativo alla singola società emittente. Osservando la circostanza da questo punto di vista, il rischio di un'azione viene diviso in: rischio sistematico, dipendente dalla situazione economica globale e dall'andamento dei mercati complessivo e in rischio non sistematico, determinato dalla situazione economica della società che ha emesso il titolo azionario.

Come terza variabile si osserva il *valore delle commodity*, da cui deriva l'omonimo rischio sulle commodity concepito come il rischio di incassare una perdita derivante da movimenti sfavorevoli nel prezzo delle materie prime.

Questo è un rischio che interessa direttamente le aziende sfruttatrici di materie prime nel processo produttivo o che lavorano le materie prime per ottenere il bene finale da commercializzare nel mercato.

Una improvvisa oscillazione nel mercato delle materie prime può far variare anche di molto il prezzo reale di vendita delle materie, tanto che i fornitori costretti a pagare un maggior prezzo per approvvigionarsi, rincarano il prezzo di vendita all'azienda che si trova costretta ad un maggior esborso economico per rifornirsi delle materie necessarie per la lavorazione aziendale.

Riassumendo, il rischio di mercato diventa concreto solo quando l'intermediario o l'azienda prende una specifica posizione, cioè fa una scelta specifica d'investimento a date condizioni, il cui risultato intermini di rendimento si potrà osservare solo dopo.

1.4 Il rischio di tasso di cambio

Il rischio di tasso di cambio rientra in una delle sottocategorie del rischio di mercato, dunque è direttamente correlato alle variazioni che si verificano quotidianamente derivanti dalla compravendita delle varie divise nel mercato.

Prima di analizzare nel dettaglio il concetto di rischio applicato al tasso di cambio la domanda che sorge spontanea è: ma cos'è il tasso di cambio?

“Il tasso di cambio può essere definito come numero di unità di moneta estera che possono essere acquistate con un'unità di moneta nazionale.

Il tasso di cambio è determinato dal valore di mercato delle varie valute sul mercato internazionale. Molte banche centrali pubblicano il valore della propria valuta sui mercati mondiali, una volta al giorno e in base alle quotazioni di mercato” ¹¹.



Nome	Prezzo	Ora	Var
EUR/USD 	1.10651	16:16	0.00%
EUR/GBP 	0.8526	16:16	0.00%
EUR/JPY 	111.14	22:59	-0.30%
EUR/CHF 	1.084835	16:16	0.00%
EUR/AUD 	1.4602	16:16	0.00%
EUR/CAD 	1.4411	16:16	0.00%

Fig.1. Principali cambi in rapporto Euro con altre monete.
(http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/strumenti/converti-valuta/converti-valuta.php?refresh_ce=1 data :09-07-2016).

Come si può ben evincere dall'immagine sopra esposta il tasso di cambio viene riportato con dei nomi abbreviati divisi da una barra.

Per quanto riguarda i nomi abbreviati, le prime due lettere rappresentano la nazionalità della moneta analizzata mentre l'ultima lettera rappresenta il nome specifico della divisa considerata (USD = United States Dollar).

La barra ha funzione di dividere le due valute considerate, tenendo alla propria sinistra la valuta cosiddetta di "base" e alla propria destra la valuta definita di "quota".

¹¹ Wikipedia, "Il tasso di cambio" , https://it.wikipedia.org/wiki/Tasso_di_cambio.

Dunque il modo corretto di leggere la nomenclatura rappresentativa del tasso di cambio è il seguente: quante unità di valuta di quota sono necessarie per ottenere una unità della valuta di base (esempio: EUR/USD=1.10651 servono 1.10651 \$ per poter ottenere\acquistare 1 €).

Si può notare come il tasso di cambio metta sempre in relazione diretta due diverse valute, mostrando il “potere” o “la debolezza” che ha una valuta rispetto all’altra valuta analizzata.

Proprio per questa ragione in molti casi si sente parlare di *rivalutazione* o *svalutazione* di una valuta rispetto all’altra.

Con il termine *rivalutazione* si tende a indicare il fatto che il valore della valuta di quota è aumentato rispetto al valore della valuta di base e pertanto servono meno unità di valuta di quota, rispetto a prima, per ottenere un unità della valuta di base.

(Per esempio: prima EUR/USD = 1.30, dopo rivalutazione del \$ EUR/USD = 1.20. Pertanto questo indica che a causa della rivalutazione del dollaro rispetto all’euro con il nuovo tasso di cambio servono meno unità di dollari per ottenere una unità di euro).

Mentre con il termine *svalutazione* si tende a indicare il fatto che il valore della valuta di quota è diminuito rispetto al valore della valuta di base pertanto servono più unità di valuta di quota, rispetto a prima, per ottenere un unità della valuta di base.

(Per esempio: prima EUR/USD = 1.30 dopo rivalutazione del \$ EUR/USD = 1.50: dunque questo indica che a causa della rivalutazione dell’euro rispetto al dollaro con il nuovo tasso di cambi servono più unità di dollaro per ottenere una unità di euro).

Dopo questa breve introduzione bisogna innanzitutto precisare quali possono essere le principali tipologie di tasso di cambio utilizzate per rappresentare il legame tra le varie valute estere.

Possono essere identificate tre tipologie predominanti del tasso di cambio:

Il tasso di cambio nominale, il tasso di cambio reale e il tasso di cambio incrociato.

Ora verrà effettuata pertanto una specifica analisi delle tre tipologie.

I. Tasso di cambio nominale

Il tasso di cambio nominale si limita a esprimere il valore di una valuta in termini di un'altra valuta focalizzando la sua attenzione sulla semplice relazione tra i valori nominali delle valute considerate.

Considerando un esempio pratico quando si dice che si vuole andare a considerare il tasso di cambio nominale euro/dollaro pari a 1,30, significa che servono 1.30\$ per acquistare 1 € nel mercato delle valute.

Può essere utilizzata un'altra terminologia per esprimere la lettura del tasso di cambio dove con il termine "*quotare il certo*" si va ad identificare la propria valuta nazionale di riferimento sulla quale usualmente si vanno ad effettuare le parametrizzazioni del cambio. Viceversa, quando si va a utilizzare il termine "*quotare l'incerto*", si va ad identificare la valuta estera analizzata sulla quale si va a rapportare la propria valuta nazionale.

Dalle esplicitazioni sopra delineate ne deriva che se viene utilizzata la quotazione "*certo per incerto*" si vuole rappresentare il valore di 1 unità di valuta nazionale espressa in termini di valuta estera, (questa è la convenzione canonica utilizzata da quando è stato introdotto l'euro).

Se contrariamente la quotazione viene effettuata "*incerto per certo*" si vuole raffigurare il prezzo di 1 unità di una valuta estera pronunciata in termini di valuta nazionale (questa, a differenza della convenzione attualmente utilizzata dai mercati, era la regola di espressione che veniva invece utilizzata in Italia quando era ancora presente la lira).

La principale differenza fra le due convenzioni sta nella modalità di lettura di un incremento o di una diminuzione del tasso di cambio;

Per esempio con la quotazione *certo per incerto*, la diminuzione del tasso di cambio corrisponde a una svalutazione della valuta nazionale, poiché diminuisce la quantità di valuta estera acquistabile con una unità di moneta nazionale.

Nel caso in cui si voglia effettuare la quotazione *incerto per certo* a un incremento del tasso di cambio corrisponde, ancora, una svalutazione della valuta nazionale, in quanto si necessita di una maggiore quantità di valuta nazionale per acquistare una unità di valuta estera.

Per quantificare algebricamente la relazione fra il tasso di cambio nominale tra la valuta A (per esempio EUR) e la valuta B (per esempio USD) si può utilizzare una semplice formula matematica:

$$Tc_{\$/\text{€}} = \frac{1}{Tc_{\text{€}/\$}}$$

Dove:

$Tc_{\text{€}/\$}$: indica il tasso di cambio certo per incerto

$Tc_{\$/\text{€}}$: indica il tasso di cambio incerto per certo

II. Il tasso di cambio reale

Il tasso di cambio reale, già come lo preannuncia la parola stessa, confronta dei parametri presenti nella realtà, non limitandosi alla valutazione di un semplice valore “numerico” tra le due valute esaminate.

Ciò premesso il tasso di cambio reale esprime il tasso al quale è possibile acquistare beni o servizi prodotti in un paese in termini di beni o servizi di un paese diverso. Pertanto può essere concepito come il prezzo vero e proprio di un bene o un servizio presente in una nazione in termini del prezzo della medesima tipologia di bene in un'altra nazione con valuta diversa.

Di conseguenza il tasso di cambio reale è il rapporto fra i prezzi di beni o servizi prodotti in un paese in termini di beni o servizi di un diverso paese.

Matematicamente si ottiene rapportando i prezzi dei beni o servizi nei due paesi una volta che siano entrambi espressi in una valuta comune.

La formula matematica può essere così espressa:

$$E \times \frac{P_i}{P_e}$$

Dove:

P_e : rappresenta il livello dei prezzi del paese estero
(che utilizza la valuta estera)

P_i : rappresenta il livello dei prezzi del paese tenuto in considerazione
(che utilizza la valuta interna internazionale)

E : rappresenta il tasso di cambio nominale quotato certo per incerto

Il tasso di cambio reale, in questa circostanza, è dato dal rapporto dei prezzi dei due beni, una volta che entrambi sono stati espressi in valuta estera.

Ipotizziamo di partire da una situazione in cui il cambio euro/dollaro, quotato certo per incerto, sia:

$$P_e = P_i = 1$$

In questo caso il tasso di cambio reale sarà uguale a 1.

Qualora il prezzo di un bene in dollari (prezzo del paese estero) cresca del 5% (passando cioè a $P_e = 1,05$) e nel contempo si crei un incremento del tasso di cambio nominale certo per incerto anch'esso pari al 5% , cioè passando da una quotazione da 1 a 1 ad una 1 a 1,05, il tasso di cambio rimarrà uguale a 1.

Dunque avendo:

$$P_e = 1,05$$

$$P_i = 1$$

$$E = 1,05$$

Il tasso di cambio reale sarebbe:

$$E \times \frac{P_i}{P_e} = 1$$

La cosa interessante da osservare è che il consumatore americano toccherà con mano l'aumento del prezzo del bene in termini reali che gli verranno a costare di più, mentre per il consumatore dell'eurozona (che dispone di euro) tale prezzo del bene risulterà invariato per l'effetto congiunto dell'aumento del prezzo del bene reale in dollari e la contemporanea diminuzione del quantitativo di euro necessari per acquistare dollari (perché l'euro si è rivalutato rispetto al dollaro) permettendogli di comprare il bene americano senza subire l'aumento del prezzo avvenuto in America.

III. *Il tasso di cambio incrociato*

E' una tipologia di lettura di tassi di cambio che permette di calcolare il tasso di cambio tra due monete (A e B) anche in modo indiretto.

“Quando si ha a disposizione il tasso di cambio di entrambe le monete A e B rispetto ad una terza moneta (D) è possibile individuare il tasso di cambio tra le due monete A e B determinando il rapporto tra i rispettivi tassi di cambio delle due monete con la terza” ¹².

$$TC_{AB} = \frac{TC_{BD}}{TC_{AD}}$$

Può essere utile per estrapolare questo tasso di cambio quando non se ne dispone ma invece si dispone degli'altri due valori nominali del tasso di cambio. La formula è da interpretare come un'equazione tendenziale e non sempre corretta, a causa delle continue variazioni dei tassi di cambio nel tempo anche in brevi istanti.

¹² “Wikipedia, *“Il tasso di cambio”* , https://it.wikipedia.org/wiki/Tasso_di_cambio

Per occuparsi della gestione del rischio di tasso di cambio in un contesto aziendale bisogna innanzitutto dividere il concetto di *rischio di tasso di cambio* dal concetto di *esposizione al rischio di tasso di cambio*.

“Il rischio di tasso di cambio fa riferimento alla volatilità alla variabilità del prezzo di una valuta in termini di un’altra valuta. Quanto maggiore è tale variabilità tanto maggiore risulta essere la possibilità che il tasso di cambio possa conoscere significative variazioni nel tempo” ¹³.

Il rischio dunque può essere visto come una condizione dell’ambiente volatile del mercato delle valute che dipende dalle continue trattazioni per trovare il giusto mix tra domanda e offerta, ragionando prevalentemente in un contesto di tassi di cambio flessibili dove i prezzi delle valute sono liberi di oscillare.

Bensì quando si parla di *esposizione al rischio di tasso di cambio* si sta invece a indicare *“L’impatto che la variazione del tasso di cambio produce sulle performance aziendali. Risulta evidente che è rischioso ciò che varia nel tempo in modo non prefigurabile, bisogna pertanto prendere coscienza del fatto che è esposto al rischio ciò che nello stesso lasso di tempo non è in condizioni di variare”* ¹⁴.

Dunque l’azienda si trova esposta al rischio di tasso di cambio quando non riesce a modificare la sua situazione o quando non ha strutturato a priori una strategia di copertura per evitare situazioni sfavorevoli derivanti dalla modificazione del tasso di cambio, quale può essere per esempio la contrazione dei ricavi dovuta alla conversione della valuta estera incassata nella valuta nazionale.

Entrando più nel dettaglio, comunemente vengono identificate tre differenti tipologie di esposizione al rischio di tasso di cambio:

- ✓ *l’esposizione al rischio transitiva,*
- ✓ *l’esposizione al rischio economica,*
- ✓ *l’esposizione al rischio contabile.*

^{13, 14} G.Bertinetti, *“Finanza aziendale internazionale”*, Torino: G. Giappichelli Editore, 2006.

a) *L'esposizione al rischio transitiva:*

Si va a parlare di esposizione transitiva quando i flussi di cassa futuri dell'azienda possono essere influenzati negativamente dalle oscillazioni dei tassi di cambio. La variazione del cambio può impattare sugli impieghi che l'azienda ha in essere in valuta estera ossia sulle transazioni già in essere che prevedono il regolamento non nella valuta nazionale di riferimento.

E' di rilevante importanza elencare le principali tipologie concrete di esposizioni transitive con cui si trovano a far fronte le imprese che operano anche in mercati con valuta diversa da quella nazionale:

- ✓ Debiti o crediti derivanti dallo svolgimento dell'attività operativa aziendale, scaturiti da acquisti effettuati all'estero attraverso importazioni o generati da vendite estere mediante l'esportazioni di prodotti.
- ✓ Investimenti effettuati dall'azienda denominati in valuta estera, per esempio l'apertura di un finanziamento in valuta estera per finanziare attività svolte nel paese straniero oppure la sottoscrizione di obbligazioni del tesoro del paese estero.

Le prime due casistiche sopra esposte in un certo qual modo considerano un'esposizione che si origina con l'accadimento del fatto, mentre molto spesso le aziende si trovano esposte per operazioni/accordi già precedentemente posti in essere e, a tale motivo, si vedano i seguenti casi:

- ✓ Transazioni già rese operanti sotto il profilo contrattuale e già riportate nelle scritture contabili aziendali, trascrivendole come debiti nel caso di acquisto o di crediti nel caso del piazzamento all'estero di beni o servizi.
- ✓ Impegni non ancora contrattualizzati, come possono essere gli ordini che l'azienda riceve dai clienti o fornitori esteri che devo ancora essere effettuati dunque non ancora fatturati né tanto meno trascritti nelle scritture contabili.

La problematica principale per un'azienda soggetta all'esposizione transitiva è l'impossibilità di poter modificare i flussi di cassa sugli impegni assunti di divisa straniera, (sia su quelli già in essere, sia su quelli che potranno nascere in futuro) essendo pertanto esposta alle oscillazioni del valore nominale del tasso di cambio con cui si sono assunti gli impegni.

Il problema che si manifesta nella realtà è che molto spesso il tasso di cambio nominale muta dal momento in cui sorge obbligo contrattuale, effettuato in valuta estera, al momento in cui l'obbligazione dà luogo al relativo flusso di cassa, creando un miss matching tra la quantità di valuta nazionale che si aveva prospettato di percepire e l'effettivo quantitativo di valuta nazionale ricevuto.

Si ipotizzi per esempio un'azienda esportatrice europea che vende e fattura a un cliente canadese una fornitura di prodotti per un importo, espresso come controvalore ma non fatturato, una divisa estera, di 500 CAD, in data 1 settembre, concedendo una dilazione di pagamento di 30 giorni.

Si può dunque affermare che l'esportatore europeo si trova in una circostanza di esposizione transitiva per un importo di 500 CAD dal giorno 1 settembre al giorno 30 settembre. Se non fosse stata concessa dilazione di pagamento l'incasso sarebbe avvenuto il medesimo giorno e l'esportatore cambiando subito l'importo ricevuto al cambio spot non sarebbe stato soggetto all'esposizione transitiva.

Mettendo il tutto sotto forma di numeri, ipotizzando che il cambio spot in data 1 Settembre fosse $EUR/CAD = 1,20$, l'esportatore cambiando a spot i 500 \$ canadesi ricevuti avrebbe ottenuto 416,66 €.

Nel caso della dilazione di pagamento, se il tasso di cambio in data 30 Settembre fosse $EUR/CAD = 1.40$, l'esportatore cambiando a questo tasso nominale otterrebbe 357,14 € conseguendo un minor flusso di cassa (59,52 € in meno rispetto al cambio spot) per effetto dell'oscillazione del tasso di cambio nominale, che indebolendo il dollaro canadese, fa sì che l'azienda riceva meno euro a fronte della vendita di dollari canadesi provocando la ricezione di un minor flusso di cassa.

b) L'esposizione al rischio economica

In certi casi questa tipologia di esposizione viene anche nominata competitiva o strategica, non a caso, perché in questo contesto si va a osservare come decisioni future possono impattare sull'operato aziendale.

Si può dire che un'azienda si trovi di fronte a un'esposizione operativa quando un'oscillazione del tasso di cambio va a impattare su flussi di cassa futuri causando modifiche rilevanti nelle vendite, sui prezzi o nei costi, impattando così fortemente sull'intera attività aziendale andando a modificare il valore totale dell'impresa stessa.

Questo rischio viene anche definito competitivo, poiché l'impresa, se vuole limitare le perdite o l'impatto che ne può derivare, dovrà prendere delle decisioni strategiche coerenti con il nuovo livello di costi, prezzi e di vendite.

Da osservare come sia l'esposizione transitiva che quella operativa prendono come loro punto di riferimento l'ammontare di cash flow ricevuti dall'azienda, solo che: l'esposizione transitiva fa riferimento ai flussi di cassa di breve periodo esposti alle oscillazioni del tasso di cambio anche se certi, cioè a prescindere da quanto questi flussi verranno incassati.

L'esposizione operativa, invece, fa riferimento a cash flow incerti sotto tutti i punti di vista che si vadano ad analizzare, non essendo in primo luogo certi di realizzarsi, nemmeno quantificabili con assoluta certezza e la cui volatilità aumenta all'aumentare dell'orizzonte temporale dell'esposizione al rischio di tasso di cambio.

Ne deriva che la base per l'individuazione è molto ampia e non di facile determinazione per la difficoltà di quantificazione di tutte le variabili che possono influire e per l'ampiezza dell'orizzonte temporale di riferimento.

Analizzando i flussi di cassa considerati nell'esposizione economica, si evince, essendo riferiti al futuro, che sono frutto di previsioni aziendali e che derivano dall'attività di programmazione e preventivazione svolta e dunque sono tutt'altro che valori certi e definiti.

La quantificazione e realizzazione di questi cash flow non è assolutamente assodata e garantita, non solo a causa dell'oscillazione della valuta esterna alla quale avverrà la regolazione ma anche e soprattutto per un possibile effetto quantità, inteso come volume di vendite o acquisti che saranno realizzati.

Un deprezzamento della valuta nazionale può portare all'aumento delle esportazioni, derivante da un minor costo sostenuto dai clienti esteri per acquistare i prodotti che avranno un prezzo minore, oppure un rafforzamento della valuta nazionale può generare problematiche a un'azienda esportatrice quando deve convertire i flussi di cassa ricevuti percepiti in moneta estera in valuta nazionale.

Molte volte l'esposizione economica risiede già all'interno del prezzo fissato da listino per i prodotti commercializzati all'estero, ed erroneamente si pensa che fatturando nella divisa nazionale nel mercato estero si riesca ad aggirare l'esposizione economica, ma questa è una percezione errata e tramite un esempio si può comprendere il perché:

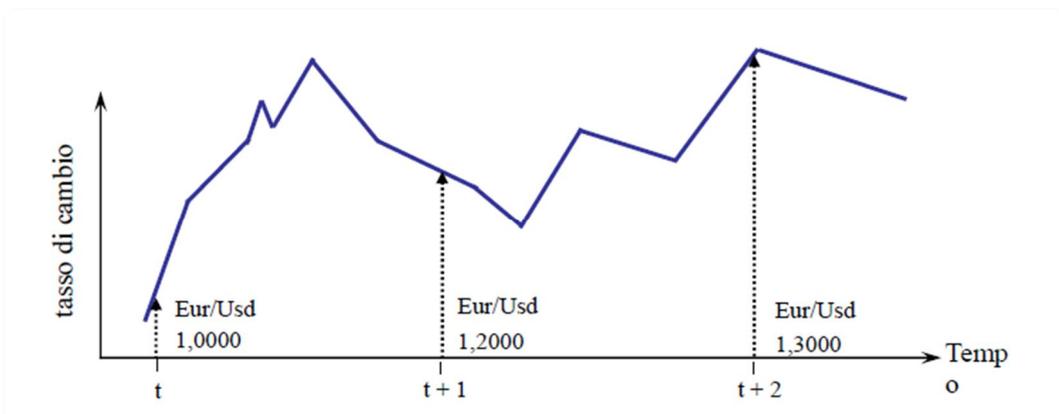


Fig.2. Variazione del tasso di cambio in funzione del tempo.
(*"La gestione del rischio di cambio"* . Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Si osservi il caso in cui un esportatore italiano commercializza i suoi prodotti nel mercato americano, fissando i prezzi di listino in \$ americani.

Al tempo t il tasso di cambio €//\$ risulta essere pari a 1, quindi, il costo unitario del prodotto è di 10 € :dunque un americano per acquistare 10 € necessita di 10\$. Ipotizzando che al tempo t+1 il cambio €//\$ divenga 1,20 per l'esportatore italiano l'incasso è sempre di 10€, mentre per il cliente americano l'esborso per acquisire € risulta maggiore perché in questo caso deve utilizzare 12 \$ per ottenere 10 €.

Se al tempo $t+3$ il dollaro si svaluta ulteriormente portando il tasso nominale €/€ a 1,30, l'esportatore italiano comunque percepirà sempre i suoi 10 € ma per il consumatore americano l'esborso per acquisire il prodotto sarà ancora maggiore necessitando di 13 \$ per ottenere 10 € con un rincaro del 30% rispetto al tempo t iniziale.

In sintesi, per l'esportatore, il ricavo unitario è rimasto invariato ma avrà una probabile contrazione nel volume della quantità di merce venduta nel mercato americano derivante dall'alto costo, scaricato con questa strategia direttamente sul consumatore finale, che deve sostenere il cliente per poter acquistare la merce.

Per ovviare a questa situazione l'esportatore potrebbe porre i prezzi in valuta estera, riducendo consapevolmente il personale profitto al fine di incrementare la quota di mercato nel paese estero ma comunque risulterebbe sempre soggetto all'esposizione economica.

Se si considera infine l'esposizione economica nell'ottica dell'orizzonte temporale si evince che:

- nel breve periodo (base annua) essa deriva dagli effetti che provoca una variazione inaspettata del tasso di cambio rispetto alla quantità di beni venduta sui costi di produzione e sui margini operativi unitari;
- nel medio periodo (da 2 a 5 anni) essa deriva dalle modifiche nelle variabili economiche originate da un'inaspettata oscillazione dei tassi di cambio;
- nel lungo periodo viene misurata esaminando le stime della volatilità dei flussi di cassa futuri, che possono essere operativi se derivano dalla gestione operativa della società (crediti, debiti ecc) o finanziari se derivano dalla gestione finanziaria della società (interessi, dividendi ecc).

In conclusione quando si parla di esposizione al rischio economico di cambio si va a sottolineare la capacità che ha l'azienda di competere con concorrenti esteri, e quindi di avere costi di produzione e distribuzione efficaci che le permettano di ritagliarsi il proprio spazio competitivo mantenendo margini remunerativi.

c) *L'esposizione contabile*

In certi casi può venir definita traslativa e deriva dalla necessità di riportare nel bilancio aziendale i ricavi ottenuti o i costi sostenuti dall'attività svolta nei mercati esteri; nel caso di gruppi multinazionali lo scopo principale è quello di tradurre in un'unica moneta di conto i bilanci espressi in valuta delle diverse consociate estere.

Il problema dell'esposizione contabile si distribuisce in più fasi temporali, tra cui la fase di registrazione della scrittura che in certi casi maschera il vero risultato derivante dal tasso di cambio.

Per meglio evidenziare questo aspetto dell'esposizione contabile sarà riportato un esempio a titolo esemplificativo.

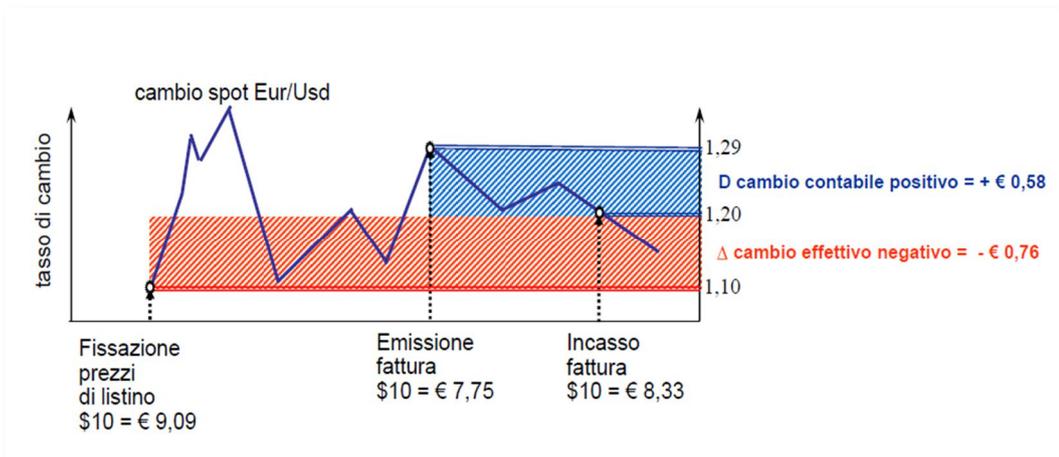


Fig.3. Il tasso di cambio nei vari momenti.
(*"La gestione del rischio di cambio"* . Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Si consideri il caso in cui un produttore italiano esporti in America con listino in dollari e al momento della fissazione dei prezzi di listino il cambio €//\$ sia pari a 1,10. L'esportatore decide di fissare un prezzo di 10 \$ per il suo prodotto che è pari a 9,09 €, dunque vendendo i dollari poi dovrà riconvertire i ricavi in €.

Al tempo t+1 il dollaro si svaluta fissando il tasso di cambio nominale €//\$ a 1,29 e in questo specifico momento l'esportatore emette la fattura di vendita a tale cambio. Pertanto per effetto della svalutazione del dollaro rispetto al cambio di listino, l'esportatore convertendo riceverà $10\$/1,29 = 7,75$ € cioè il 15% in meno di quanto fissato a listino, ma a livello contabile non viene registrata la variazione negativa intercorsa tra il tempo t e il tempo t+1.

L'elemento paradossale è che se l'esportatore incasserà il credito al tempo t+2 al cambio €/€ 1,20, che è migliore rispetto quello di fatturazione, la contabilità andrà a rilevare una differenza di cambio positiva ($10\$/1,20 = 8,33$ € pari al + 7,50% rispetto al cambio di fatturazione).

Dunque a livello complessivo subirà una perdita effettiva per aver incassato al tasso di cambio 1,20 rispetto al tasso di fissazione dei listini di 1,10, questa perdita è misurabile in:

$$9,09\text{€} - 8,33\text{€} = 0,76\text{€}$$

Mentre dal punto di vista contabile risulterà un guadagno quantificabile in:

$$8,33\text{€} - 7,75\text{€} = 0,58\text{€}$$

Pertanto, a fronte di un effetto contabile visibile positivo, si realizza un effetto negativo sul margine aziendale.

CAPITOLO 2

Tecniche e strumenti per la copertura del rischio di tasso di cambio

2.1 Motivazioni che spingono alla copertura del rischio di tasso di cambio

Dall'analisi svolta nel precedente capitolo è emerso che 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.

Per questa motivazione ogni azienda che opera in mercati che adottano sistemi valutari differenti deve elaborare e implementare un piano di gestione efficace del rischio di cambio.

“Ciò premesso come prima cosa l'azienda deve definire un cambio di “riferimento” che le permetta di mantenere stabili i margini commerciali senza subire perdite, perché 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”¹.

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

E' stato constatato, nelle imprese italiane, una gestione dei rischi finanziari di mercato (tra cui il rischio di cambio), indirizzata prevalentemente in un'ottica market oriented piuttosto che corporate oriented.

In altre parole, l'azienda ha affrontato la gestione dei rischi di mercato come se fosse un'istituzione bancaria, il cui obiettivo è produrre utili tramite investimenti o speculazioni di mercato. Di conseguenza, le strategie di copertura, così molto spesso impropriamente definite, hanno avuto lo scopo non di difendere i margini aziendali derivanti dai flussi di cassa generati dalle vendite dei prodotti, ma di produrre utili finanziari senza così salvaguardare obiettivi strategici.

¹ G.Zillo, E. Cecchetto, *“La gestione di rischi di cambio e tasso in ottica aziendale”*, Amministrazione e Finanza, 2011.

Questo atteggiamento può derivare dalla mancanza di chiarezza sugli obiettivi che l'azienda vorrebbe raggiungere con la copertura, dunque nell'incapacità di strutturare una metodologia, con fasi prestabilite, per la gestione e la monitoraggio del rischio.

Molto spesso sono poche le aziende che hanno strutturato delle procedure interne atte a evidenziare i rischi cui l'azienda è esposta e soprattutto in grado di determinare le reali esposizioni al rischio che devono dunque essere coperte.

Implementare una strategia mirata all'ottenimento di utili dal mercato è totalmente incoerente rispetto alla tutela della gestione operativa e finanziaria dell'impresa, perché tali strategie proiettano l'impresa in un'ottica previsione del mercato mutando l'essenza stessa dell'attività d'impresa che da produttrice di prodotti tende a divenire "speculatrice" nei mercati finanziari.

"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" ².

Ciò premesso, l'azienda può utilizzare diverse tecniche e può sviluppare competenze specifiche relative all'utilizzo di strumenti di copertura che le permettano di proteggersi dalle oscillazioni del tasso di cambio.

Pertanto adesso si andranno ad analizzare i vari metodi e strumenti che l'azienda può utilizzare per la copertura del rischio di tasso di cambio.

2.2 Introduzione sulle modalità e sui strumenti tecnici di copertura

Il processo posto in essere dall'azienda per mitigare i rischi finanziari è un esercizio che non può prescindere dalle caratteristiche specifiche dell'azienda stessa.

In particolare, l'azienda deve considerare le caratteristiche del ciclo produttivo (commessa, ciclo continuo, ecc.), il meccanismo di formazione delle esposizioni (tempistica, controparti interessate, cifra esposta ecc.) e la tipologia delle sorgenti di rischio, nel caso specifico, il tasso di cambio.

² G.Zillo, E. Cecchetto, *"La gestione di rischi di cambio e tasso in ottica aziendale"*, Amministrazione e Finanza, 2011.

Il rischio di tasso di cambio per un'impresa industriale comincia dal momento di fissazione dei prezzi di listino dei prodotti commercializzati, perché una volta stabilito il prezzo l'impresa è esposta alle variazioni valutarie che determinano la quantità di valuta necessaria per poter acquistare il prodotto a quel determinato prezzo stabilito o in divisa nazionale o in divisa estera.

Dunque, per l'azienda, anche la scelta della fissazione dei prezzi di listino risulta essere una strategia fondamentale di mitigazione del rischio di cambio, perché, strutturando un determinato prezzo, l'impresa può già includere all'interno di esso l'oscillazione sfavorevole che può derivare dall'oscillazione dei tassi nominali delle valute.

Detto ciò, l'impresa per poter strutturare le proprie strategie a copertura del rischio di cambio, può utilizzare tutta una serie di stratagemmi offerti dal mercato bancario classico, come per esempio l'indebitamento in valuta estera, oppure può dirigere la sua attenzione su tutta una serie di strumenti più sofisticati, reperibili in specifici mercati, chiamati strumentanti derivati.

Gli strumenti derivati sono quegli strumenti finanziari il cui valore deriva dai titoli primari sottostanti (underlying item) e sono nati con lo scopo di proteggere gli operatori dal rischio derivante dallo strumento finanziario primario, cercando di trasferire quel rischio ad un'altra controparte.

Le caratteristiche principali di questa tipologia di strumenti possono così essere riassunte:

- ✓ sono delle forme di negoziazione attraverso cui le parti prendono posizione su uno o più parametri finanziari (tipo acquistando o vendendo contratti derivati su azioni, obbligazioni, tassi di cambio);
- ✓ sono degli strumenti che abilitano le parti ad effettuare delle transazioni tramite consegna fisica di un bene sottostante (se l'operazione non viene chiusa prima della scadenza del contratto e ha come oggetto per esempio delle materie prime) o, in alternativa, tramite liquidazione per contanti del differenziale dovuto;
- ✓ sono strumenti che non prevedono scambio di capitale ma bensì del differenziale dovuto, calcolato sul capitale di riferimento.

Quindi il capitale costituisce solo un riferimento utilizzato per calcolare i pagamenti dovuti alla scadenza del contratto o al verificarsi di un determinato evento contrattuale (*trigger event*);

- ✓ sono strumenti che presentano un proprio valore nullo al momento della stipulazione del contratto.

Gli strumenti derivati possono essere negoziati nell'ambito di due possibili circuiti: *il mercato regolamentato* e *il mercato Over The Counter (OTC)*.

Nel mercato regolamentato vengono commercializzati strumenti derivati standard e questo mercato usualmente viene utilizzato da aziende di grandi dimensioni o da operatori specializzati, che dispongono di risorse più elevate per andare ad acquistare questa tipologia di prodotti venduti in specifici lotti e molto costosi.

Al contrario gli strumenti negoziati nel mercato Over The Counter (OTC) sono maggiormente flessibili nei loro contenuti e dunque anche nel loro prezzo concedendo la possibilità anche ad aziende più piccole di poter trattare strumenti derivati, ma inefficienti dal punto di vista del profilo di liquidità, qualora si intenda modificare il proprio livello di esposizione successivamente alla data di stipula.

Ciò premesso, quali sono le principali diversità tra il mercato regolamentato e il mercato OTC?

Questo breve schema può aiutare visivamente a osservarle le principali distinzioni.

Differenze principali tra Mercati Regolamentati e Mercati Over the Counter (OTC)	
MERCATI REGOLAMENTATI strumenti finanziari <i>exchange traded</i>	MERCATI OVER THE COUNTER strumenti finanziari derivati OTC
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Contratti standardizzati ❖ Definizione di precise regole e strutture per l'effettuazione delle contrattazioni e la stipula dei contratti ❖ Applicazione di meccanismi volti ad azzerare il rischio di controparte (valorizzazione quotidiana del <i>mark to market</i> delle transazioni e regolazione delle differenze mediante un sistema per margini) ❖ Presenza di un organismo per il regolamento (<i>settlement</i>) centralizzato delle transazioni (<i>Clearing House</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Contratti non standardizzati ❖ Contrattazione e stipula dei contratti sulla base di prassi consolidate e definite da associazioni di riferimento (es. ISDA), ma di esclusiva responsabilità degli obbligati ❖ Meccanismi volti ad attenuare il rischio di controparte oggetto di libera contrattazione ❖ Regolamento eseguito su base bilaterale

Fig.1. Differenze principali tra Mercati Regolamentati e Mercati Over the Counter.
 ("La gestione del rischio nelle imprese non finanziarie". Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli)

Nei *mercati regolamentati* si possono comprare solo contratti standardizzati divisi in specifici lotti, acquistabili sotto la direzione di specifiche regole per la contrattazione e la stipula dei contratti derivati. Operare in questo mercato dà il vantaggio di vedere azzerato il rischio di controparte perché la controparte è il mercato stesso, dunque si va a ridurre al minimo la possibilità di non vedersi restituire il differenziale dovuto.

Questo viene implementato da un organo chiamato Clearing House che applica il principio di marginalizzazione basato sulla regolamentazione per differenziali sull'operazione in essere, e, se non si dispone della liquidità necessaria, l'operazione viene estinta e liquidata automaticamente.

Mentre, operando nel mercato OTC, i contratti non sono per nulla standardizzati quindi c'è libertà nella costituzione di essi risultando pertanto adattabili alle proprie esigenze e molto diversificabili. Qui non ci sono delle ferree regole per la contrattazione, ma ci si basa su delle prassi consolidate di associazioni di riferimento e ciò comporta una regolamentazione eseguita su base bilaterale esponendo la controparte "creditrice" a un forte rischio di controparte verso la parte "debitrice".

2.3 Modalità e strumenti di copertura del rischio Lineari

In questo paragrafo verranno analizzate nel dettaglio le varie modalità e i vari strumenti che un'azienda può utilizzare per coprire le proprie esposizioni dal rischio di tasso di cambio.

2.3.1 Determinazione della valuta di fatturazione e dei prezzi di listino

Analizzando il caso di un'impresa italiana esportatrice si può ben evincere che il rischio di cambio si origina dal fatto di dover rapportarsi con clienti esteri e dunque in modo indiretto con una valuta monetaria straniera.

Le problematiche principali che un'azienda può incontrare nella gestione del rapporto con clienti, possono essere racchiuse in due aspetti principali:

- A. definizione della valuta di fatturazione*
- B. determinazione del prezzo in valuta*

Per quanto riguarda la *definizione della valuta di fatturazione*, le alternative per l'impresa per regolare i propri rapporti commerciali sono:

- Il regolamento nella valuta del venditore (in euro)
- Il regolamento nella valuta della controparte acquirente
- Il regolamento in un terza valuta (di solito di una valuta forte come il dollaro)

Per selezionare la valuta di fatturazione, l'impresa deve considerare diversi fattori (per esempio il potere contrattuale che riveste verso i clienti) ma il fattore più rilevante per compiere questa scelta è la ripetitività nel tempo del rapporto commerciale con il cliente osservando le caratteristiche del mercato valutario della controparte.

I rapporti commerciali possono essere divisi in due categorie:

Rapporti commerciali ripetitivi

Sono quei rapporti disciplinati da accordi tra le aziende costantemente rinnovati sulla base di ordini periodici o da commesse che vengono rinnovate con ripetitività.

Nel caso di esportazioni in paesi dotati di stabilità monetaria e di efficienza nei mercati finanziari, l'impresa può essere spinta a scegliere la divisa del cliente estero come unità di fatturazione delle proprie vendite all'estero. Questo perché paesi con stabilità monetaria strutturale (che presentano inflazione stabile e grande liquidità nella conversione della valuta) sono meno soggetti al rischio di svalutazione della propria moneta. Quindi, per l'azienda esportatrice è possibile beneficiare, nel caso di valuta estera forte, del maggior quantitativo di euro che può essere ottenuto dalla vendita di valuta estera ottenuta con la vendita dei prodotti nel mercato estero.

Pertanto l'impresa esportatrice può usare a suo vantaggio la scelta della valuta di fatturazione scaricando sul compratore l'impatto negativo derivante da un'oscillazione sfavorevole dei tassi di cambio.

Può succedere il caso in cui sia direttamente il cliente estero, che esercitando la propria forza contrattuale, chiedendo espressamente la fatturazione nella valuta del venditore (euro) perché ritiene che possa deprezzarsi rispetto la propria valuta nazionale beneficiando dunque della forza della propria moneta, poter acquisire più moneta del venditore.

In sintesi, gli elementi che possono influenzare la scelta della valuta di fatturazione nel caso di rapporti commerciali ripetitivi, sono:

- | Elementi di valutazione |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">• Grado di convertibilità della valuta locale.• Livello del tasso di inflazione corrente/atteso.• Grado di sviluppo dei mercati finanziari del Paese di destinazione delle vendite.• Esistenza di mercati dei derivati efficienti anche per scadenze di medio lungo termine.• Attuabilità delle politiche di copertura selezionate.• Grado di correlazione tra struttura dei costi, tasso di inflazione atteso e variabilità del cambio della divisa di fatturazione. |
| <ul style="list-style-type: none">• Elasticità della domanda dell'importatore al prezzo concordato.• Struttura dell'offerta per le combinazioni prodotto/mercato.• Concorrenti potenziali.• Determinazione del cambio di massimizzazione dei flussi di ritorno attesi. |

Fig.2. Elementi di valutazione nei rapporti commerciali ripetitivi"
(V. Cantino, "Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione", Milano: Giuffrè Editore, 2000).

✚ *Rapporti commerciali non ripetitivi*

Questi rapporti non sono rinnovati da accordi su base periodica tra le aziende, anzi, in certi casi, possono avvenire una tantum, o nel caso di commesse di importo molto alto, possono perfezionarsi nell'arco di più anni.

Pertanto si osserva come la non ripetitività del rapporto vada a creare nuovi scenari sia per l'impresa esportatrice che per il cliente estero che devono valutare tutti i vantaggi e gli svantaggi derivanti dalle modalità di selezione delle divise di fatturazione per le commesse di natura non ripetitiva.

Lo schema sotto riportato permette di visualizzare, in base al tipo di divisa, i vantaggi e gli svantaggi.

Divisa	Vantaggi	Svantaggi
Valuta del venditore .	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminazione di ogni evidenza contabile del rischio di cambio. • Trasferimento al cliente dell'onere della copertura, che in questo caso è particolarmente rilevante. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mancata valutazione, a priori, del differenziale da posizionamento competitivo.
Valute forti	<ul style="list-style-type: none"> • Disponibilità di linee di credito internazionali a supporto delle vendite. • Disponibilità di coperture assicurative per rischi diversi da quello di cambio a condizioni vantaggiose. • Possibilità di quantificare, ed incassare, il differenziale da posizionamento competitivo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Necessità di linee di credito per scadenze non brevi su strumenti derivati di gestione finanziaria del rischio di cambio. • Necessità di sviluppare un'approfondita conoscenza delle tecniche di gestione dell'esposizione valutaria di lungo periodo e per flussi con differenti gradi di probabilità di manifestazione.

Fig.3. Elementi di valutazione nei rapporti commerciali non ripetitivi"
(V. Cantino, "Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione", Milano: Giuffrè Editore, 2000).

Per quanto riguarda invece la *definizione del prezzo in valuta* c'è un procedimento standard che permette di delineare la fasi che l'azienda dovrebbe utilizzare per la determinazione del prezzo ottimale dei prodotti commercializzati.

Le principali attività da porre in essere per la formazione dei prezzi di listino hanno due fasi comuni (la determinazione del costo industriale del prodotto e l'elaborazione del giusto mark up) ma poi, nel caso in cui si necessiti della definizione del prezzo in valuta estera, si aggiungono altre due fasi distinte nel processo.

Lo schema sotto riportato permette di visualizzare le varie fasi che permettono all'azienda di decidere che prezzo applicare alla merce riportata nei listini.

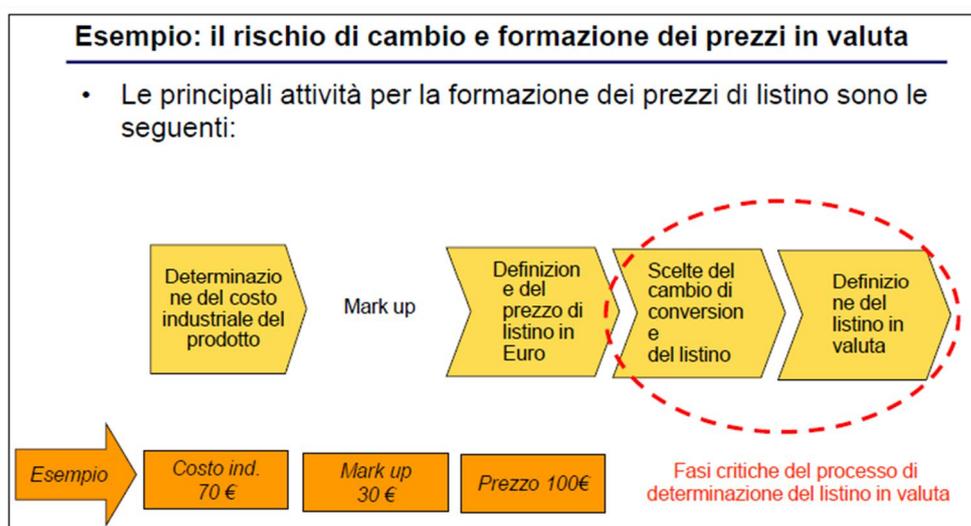


Fig.4. Formazione del prezzo di listino.
("La gestione del rischio di cambio". Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

- I. Come ben si sa un'impresa per produrre i propri prodotti deve sostenere tutta una serie di costi, che vanno dall'acquisto delle materie prime al pagamento degli stipendi dei dipendenti; pertanto deve riuscire a quantificare quanto le costa produrre una singola unità di prodotto per poter calcolare quale deve essere il margine di guadagno che compensi e permetta di ottenere un ricavo.
- II. Per Mark up si intende la percentuale aggiuntiva applicata al costo unitario del prodotto che corrisponde all'utile sulla singola quantità venduta, quindi corrisponde al guadagno che effettivamente ha l'azienda sul singolo bene commercializzato. Questo è il parametro più importante nella determinazione del prezzo di listino, perché solo un Mark up corretto permette di avere un utile riuscendo a mantenere quote di mercato competitive.

Questo è un elemento di riduzione del rischio perché, se ben valutato e bilanciato, permette di aumentare il prezzo di listino scaricando sul consumatore finale la maggior parte del rischio di tasso di cambio.

- III. Nel caso di determinazione dei prezzi di listino in valuta estera, il punto critico risiede nella corretta determinazione del tasso di cambio al quale convertire i prezzi fissati in valuta del venditore nei prezzi rappresentati in valuta estera.

“Se la conversione del prezzo, da valuta del venditore a valuta dell'acquirente, deve avere come obiettivo il mantenimento della medesima redditività per i due diversi mercati, il cambio di conversione deve essere tale da rendere equivalente l'incasso in valuta del cliente (momento con cui si chiude la transazione commerciale) rispetto all'incasso in valuta del venditore (in euro)”³.

Quindi l'azienda deve cercare il tasso di cambio più vicino possibile al cambio che otterrà al momento dell'incasso, considerando gli elementi che permettono di ipotizzare il tasso di cambio futuro, molto spesso basati sui tassi cambio passati conosciuti fino a quel momento.

³V. Cantino, *“Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione”*, Milano: Giuffrè Editore, 2000.

IV. Fin qui si è ragionato in termini di fissazione del tasso di cambio per determinare il giusto prezzo di listino, ma se invece adesso si ragionasse in termini di fissazione del prezzo di valuta?

In questa circostanza l'azienda per trovare il giusto prezzo di valuta dovrebbe partire considerando il prezzo fissato in precedenza e considerare la domanda nel mercato di riferimento, i prezzi della concorrenza, la diversificazione per territorio ricercata e come elemento fondamentale, la redditività prevista.

Usualmente il cambio di conversione viene determinato contemporaneamente al prezzo in valuta e permette di valutare la redditività di un determinato livello di prezzo in valuta estera, diventando esso stesso un elemento valutativo sul quale basare le scelte di variazione del prezzo.

Una volta compiute tutte questa analisi la cosa importante per l'azienda è la fase di stima e quantificazione del controvalore delle vendite estere, basata sui prezzi di listino a priori determinati , che può essere ottenuto dalla moltiplicazione del prezzo in valuta estera per il cambio di conversione.

Infine, ragionando sulla definizione dei prezzi di listini, si possono considerare le clausole contrattuali che teoricamente permettono la suddivisione del rischio con il cliente estero andando a vincolare delle modifiche sul prezzo in base all'arco temporale o alla variazione di alcuni parametri (per esempio ogni 3 mesi vengono rivisti i cambi di listino in base al tasso di cambio vigente al momento della revisione e del tasso di inflazione presente nel periodo trascorso).

Come si può ben capire, con queste clausole, il rischio di cambio non viene annullato, specialmente nel lungo periodo; possono però aiutare ad aver maggior rapporto di chiarezza tra le due controparti del rischio, che ne prendono atto in un'ottica di relazioni commerciali tra di loro di lungo periodo.

2.3.2 Sistemi di regolamento e copertura mediante banche corrispondenti

Prima di andare ad analizzare nel dettaglio le metodologie di copertura che un'impresa può utilizzare sfruttando i servizi di credito/finanziari offerti dalle banche, è bene analizzare brevemente le modalità di regolazione dei pagamenti internazionali che un'impresa può utilizzare per regolare le proprie transazioni in essere con clienti e fornitori esteri.

Nel caso si necessiti di una regolazione del pagamento rapida e allo stesso tempo sicura, l'azienda può ricorrere al "bonifico internazionale" ricorrendo alla **rete SWIFT**, che permette di effettuare pagamenti internazionali in tempo reale, di effettuare quasi tutte le possibili operazioni che si possono costituire con la propria banca e permette di visualizzare e ottenere i saldi delle movimentazioni effettuate sempre in tempo reale.

Qui bisogna sempre tenere conto del fatto che però le banche per effettuare queste operazioni applicano delle commissioni bancarie, che possono essere applicate in quota fissa o percentuale, gravando con dei costi aggiuntivi sull'operazione posta in essere. Da considerare che permane la problematica del valore che viene attribuito giornalmente ai rapporti di cambio tra le varie banche e questo non permette la definizione certa, a priori, del cambio che sarà applicato all'operazione di trasferimento della somma al livello internazionale.

Una delle modalità di pagamento più diffuse e allo stesso tempo determinate nello scopo di limitare al minimo il rischio di controparte sono i **crediti documentari**.

Il credito documentario può essere definito come *"un impegno scritto preso da una banca (banca emittente) a favore del beneficiario (venditore), su richiesta e in conformità alle istruzioni del compratore (ordinante), in virtù della quale esso effettuerà o farà effettuare ad altra banca (banca intermediaria) un regolamento mediante pagamento (immediato o differito), fino alla concorrenza di un importo stabilito entro un periodo di tempo determinato e contro presentazioni di documenti prescritti"*⁴.

⁴ V. Cantino, *"Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione"*, Milano: Giuffrè Editore, 2000

Dunque, tramite il credito documentario, l'esportatore può rivolgersi alla banca prescelta per ottenere il pagamento concordato, anziché basarsi esclusivamente sulla correttezza e solvibilità del compratore; inoltre permette così di dare certezza del pagamento della commessa totale al venditore nei tempi prestabiliti consentendo allo stesso tempo al compratore di pagare il venditore solo una volta ricevuta la merce come contrattualizzato.

Una modalità fondamentale, che un'azienda può utilizzare per la gestione dei flussi creditori/debitori che allo stesso tempo riveste una funzione di gestione del rischio del tasso di cambio, è ***l'apertura di conti in valuta estera***.

L'impresa, aprendo dei conti nel paese estero dove sviluppa una gran parte dei rapporti commerciali, può pagare e incassare sempre in valuta straniera non essendo così esposta alle continue oscillazioni del cambio che possono provocare una perdita nei guadagni al momento della riconversione nella valuta di appartenenza.

Da considerare il risparmio derivante da questa gestione dei flussi di cassa, sui costi bancari originati dal trasferimento valutario Italia/estero, o viceversa, come le spese e le commissioni sostenute dall'azienda per effettuare queste operazioni tramite le banche, nonché le perdite derivanti dall'aumentare dei giorni di valuta considerati..

*“Poiché è noto che una quota notevole dei crediti vantati dagli esportatori italiani nei confronti dell'estero si concentra su alcune aree territoriali, appare evidente l'interesse delle imprese italiane nei confronti della possibilità di canalizzare le rimesse sui conti in divisa aperti presso banche insediate negli stessi paesi di esportazione”*⁵.

Questo permette all'azienda esportatrice di incassare più velocemente e rendere più snelle le procedure di pagamento *“Convenendo con l'istituto bancario di effettuare le rimesse in Italia dei saldi creditori con scadenza fissa (settimanale ecc) o al raggiungimento di importi predeterminati, ottenere considerevoli risparmi rispetto ai costi di trasferimento che si dovrebbero sopportare a fronte di ciascun incasso.”*⁶.

Dopo questa breve panoramica sulle modalità di pagamento che l'azienda può utilizzare quando si rapporta verso l'estero, si andrà adesso ad analizzare nel dettaglio come l'impresa può gestire il rischio di cambio tramite l'utilizzo dell'intermediario creditizio bancario.

^{5,6} V. Cantino, *“Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione”*, Milano: Giuffrè Editore, 2000.

Di seguito verrà analizzata la strategia messa in essere dall'azienda utilizzando l'intermediario bancario.

a) ***Prefinanziamenti e finanziamenti in valuta***

Sono dei servizi bancari che vengono molto spesso utilizzati dalle imprese per sfruttare tassi di interesse, in certi casi, molto appetibili e allo stesso per coprire il tasso di cambio.

In questa categoria rientrano i prefinanziamenti all'esportazione sulla base di specifiche commesse, che vengono erogati dalle banche estere all'azienda esportatrice nella divisa straniera, all'incirca per l'importo pari al 75%/80% del credito commerciale vantato dall'azienda nei confronti del cliente estero. Questi prefinanziamenti sono vincolati al fatto della presenza di una commessa contrattualizzata dall'azienda con clienti esteri, che può essere dilazionata nel tempo. Il vantaggio risiede nel fatto di ottenere subito un flusso di cassa in valuta estera che può essere convertito il giorno stesso al cambio spot andando a eliminare quasi completamente l'impatto delle oscillazioni del tasso di cambio.

Tuttavia, l'azienda può chiedere un normale finanziamento a una banca estera, ovviamente con sede nel paese dove l'azienda sviluppa i suoi rapporti commerciali con i clienti, ripagandolo poi con i futuri introiti generati nel mercato estero in valuta straniera. Si tratta di un'operazione di indebitamento in divisa straniera con lo scopo di ricevere subito un ammontare di valuta estera, richiesto sulla base di stime dei futuri incassi in valuta straniera, convertendolo a spot in valuta nazionale e ripagando poi il debito (in valuta estera) con i ricavi ottenuti in divisa estera.

Il vantaggio risiede nel fatto che l'impresa elimina il rischio di tasso, convertendo subito in valuta nazionale la cifra estera ottenuta dal finanziamento eliminando il rischio di cambio e nel contempo è un modo per finanziare il capitale circolante indispensabile per l'attività dell'impresa.

Esempio:

Si richiede un anticipo Export per 100.000,00 \$ a fronte di futuri incassi in \$

- Tasso di finanziamento semestrale 1,5125%
- Cambio spot €/ \$ 1,2582

Convertendo subito, in data 20/11/2015, i 100.000,00 \$ in € si ottengono:

$$\frac{100.000,00 \$}{1,2582 \text{ €/}\$} = 79.478,62 \text{ €}$$

Questa cifra essendo stata cambiata a spot elimina il rischio di tasso di cambio e può finanziare il circolante dell'impresa.

In data 20/05/2016 si va a ripagare il debito in \$ aumentato dell'interesse:

$$100.000,00 \$ \times 1,015125 = 101.512,5 \$$$

Se in data 20/05/2016 l'azienda avesse ricevuto 100.000,00 \$, senza aver utilizzato la strategia sopra esposta, e il cambio a pronti fosse: €/ \$ = 1,30 l'azienda dalla conversione avrebbe ottenuto:

$$\frac{100.000,00 \$}{1,30 \text{ €/}\$} = 76.923,07 \text{ €}$$

Dunque otterrebbe una minor introito causato dal peggior tasso di cambio di:

$$79.478,62 - 76.923,07 = 2.555,55 \text{ €}$$

Anche considerando l'onere derivante dal tasso di interesse pagato il 20/05/2016 al tasso €/ \$ = 1,30

$$\frac{1512,50 \$}{1,30 \text{ €/}\$} = 1.163,46 \text{ €}$$

L'ammontare incassato con la conversione a spot del cifra ricevuta a prestito risulta maggiore dell'ammontare senza copertura:

$$79.478,62 \text{ €} - 1.163,46 = 78.315,16 \text{ €} > 76.923,07 \text{ €}$$

2.3.3 Contratti a termine sulle valute (forward)

E' uno strumento che viene molto utilizzato dalle aziende per coprire il rischio di tasso di cambio e può essere definito anche con il termine "outright".

Consiste nella stipulazione da parte dell'azienda di un contratto con la quale si impegna ad acquistare o a vendere in futuro (a termine) un predeterminato quantitativo di valuta estera fissando a priori il tasso di cambio.

Detto in altri termini, il forward su valuta è uno strumento finanziario OTC, che consente di fissare oggi per una data futura l'acquisto di un certo ammontare di valuta in divisa straniera.

Pertanto l'azienda fissa con la propria controparte (banca, broker ecc) un certo cambio con consegna ad una data futura (tipo a 3/6 mesi).

Esempio: l'azienda vende 100.000,00 \$ con consegna a 3 mesi, pertanto la banca acquisterà dall'azienda i 100.000,00 \$ al cambio che hanno concordato 3 mesi prima a prescindere da qualsiasi cambio ci sia in futuro.

Così facendo, l'impresa elimina l'incertezza del tasso di cambio al quale dovrà effettuare la riconversione nella valuta di appartenenza, avendo prefissando a priori il tasso di cambio alla quale si dovrà regolare la posizione.

In generale si possono assumere due posizioni sul forward:

- i. Posizione corta sul forward
- ii. Posizione lunga sul forward

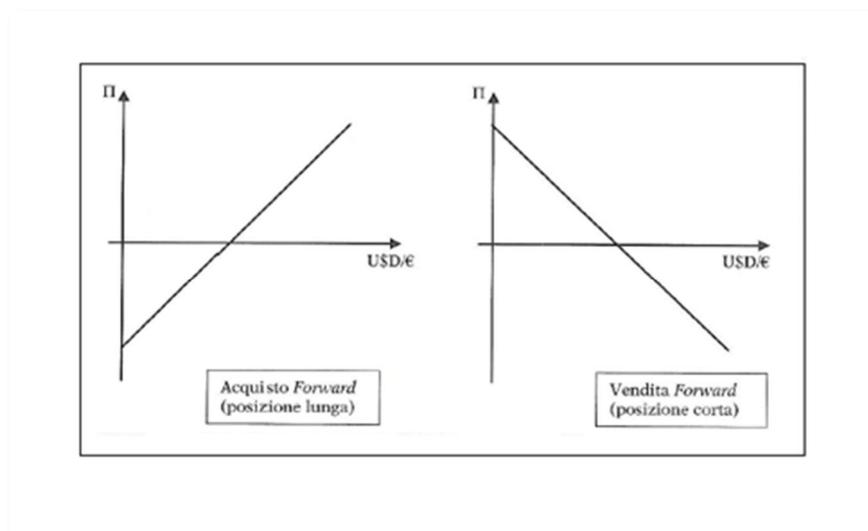


Fig.5. Profilo di rischio di un contratto forward-based.
(G.Bertinetti, "Finanza aziendale internazionale", Torino: G. Giappichelli Editore, 2006).

Con i prodotti forward based viene fissato il prezzo a cui verrà scambiata, in una data futura prestabilita, una determinata quantità di valuta estera.

Dunque le controparti si sono assunte l'impegno di rispettare l'accordo di scambio alla data prestabilita.

i. *Posizione corta su forward*

La parte acquirente del forward fissa il prezzo a cui acquisterà la valuta estera e alla scadenza realizzerà un profitto se la quotazione spot della valuta estera è superiore al prezzo prefissato, potendo così vendere la valuta estera a un prezzo superiore rispetto a quello speso per l'acquisto.

Questa situazione è assimilabile a quella di un esportatore che ha fissato il prezzo in valuta straniera e che riceverà tale valuta alla scadenza della dilazione di pagamento concessa al cliente.

Come si può osservare dal grafico, il forward fissa il tasso di cambio (incrocio tra la parallela e l'asse delle ascisse) bloccando un eventuale profitto ma evitando gravi perdite in caso di oscillazione sfavorevole del tasso di cambio.

ii. *Posizione lunga su forward*

La parte venditrice del forward fissa il prezzo a cui venderà la valuta estera e alla scadenza realizzerà un profitto se la quotazione spot della valuta estera è inferiore al prezzo prefissato, potendo così rivendere la valuta estera ad un prezzo superiore rispetto a quello speso per l'acquisto.

Questa situazione è assimilabile a quella di un importatore che ha fissato il prezzo in valuta straniera e che pagherà tale valuta alla scadenza della dilazione di pagamento ottenuta dal fornitore.

Come si può osservare dal grafico, il forward fissa il tasso di cambio (incrocio tra la parallela e l'asse delle ascisse) bloccando un eventuale profitto ma evitando gravi perdite in caso di oscillazione sfavorevole del tasso di cambio.

Ciò premesso, adesso si vuole osservare una strategia di copertura aziendale, basata sull'assunzione di una posizione corta forward, con lo scopo di salvaguardare il credito commerciale in valuta estera che l'azienda detiene.

Come si può osservare dal grafico sotto riportato, per l'esportatore si viene a manifestare una situazione positiva quando il cambio $\$/\epsilon$ va ad aumentare (spostamento verso destra nell'asse delle ascisse) perché ciò indica che con i dollari che incasserà dalle vendite all'estero riuscirà a ottenere più euro dalla riconversione.

La situazione da coprire però è quella opposta, cioè nel caso si verifichi una diminuzione del tasso di cambio $\$/\epsilon$, che quindi comporterebbe una riconversione dalla quale l'azienda otterrebbe meno euro avendo così un effetto negativo dal cambio.

L'azienda, combinando la posizione lunga detenuta, in quanto esportatrice e detentrica di un credito in valuta, con una posizione corta forward, ottiene una copertura dal rischio di tasso di cambio, come si può ben visualizzare dal grafico in calce qui riportato.

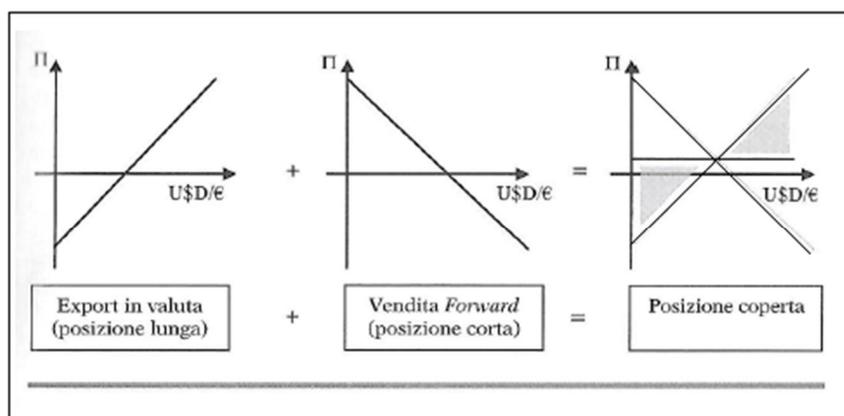


Fig.6. Copertura del credito commerciale con forward.
 (G.Bertinetti, "Finanza aziendale internazionale", Torino: G. Giappichelli Editore, 2006).

La situazione risultante mostra come il profitto (il tasso di cambio) vada a stabilizzarsi, divenendo una linea retta orizzontale, che non si modifica a prescindere da qualsiasi oscillazione dei tassi di cambio.

L'effetto positivo risiede nel fatto che l'azienda sa con certezza, avendolo stabilito a priori, il tasso di cambio al quale potrà convertire la valuta straniera in valuta nazionale.

Per contro l'azienda fissando imprescindibilmente il tasso non beneficerà di eventuali oscillazioni favorevoli, restando "bloccata" al valore prefissato al momento della stipulazione del contratto forward.

2.4 Swap come strumenti di copertura del rischio

Gli swap (letteralmente scambio) possono essere definiti come quei contratti in cui due società si impegnano a scambiarsi dei futuri pagamenti sulla base del raggiungimento o meno di alcuni parametri di riferimento in date prestabilite.

Nel contesto analizzato, la variabile di mercato su cui viene parametrato lo swap è il tasso di cambio.

Il Domestic Currency Swap (DCS) viene utilizzato da imprese che stipulano finanziamenti in valute estere (per esempio in dollari) per coprirsi dal rischio di tasso di cambio ed è *“il contratto derivato con la quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere ad una data prestabilita un importo determinato in base al differenziale del tasso di cambio contrattuale, e di quello corrente alla data di scadenza dell’operazione”*⁷.

I soggetti che fanno parte di questa tipologia di strumento sono:

- una banca che funga da intermediario;
- un esportatore con un credito per esempio in dollari;
- un importatore indebitato nella medesima valuta.

I nozionali di riferimento sulla quale si va a parametrare lo swap sono gli importi del credito dell’esportatore e dell’indebitamento dell’importatore.

E’ molto importante osservare che il DCS avviene 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 supponga il caso in cui un’impresa italiana contragga un debito di 100.000,00 \$, rimborsabile in quote annuali costanti nell’arco di 3 anni e che il cambio spot alla data di negoziazione del prestito sia 1,19 €/€.

Dall’altro lato si trova sempre un’impresa italiana, ma esportatrice, che vanta un credito commerciale per l’importo di 100.000,00 \$.

⁷V. Cantino, *“Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione”*, Milano: Giuffrè Editore, 2000.

Dunque, l'impresa esportatrice, per cercare di coprirsi dal rischio di cambio che grava sul credito in valuta estera, stipula con una banca intermediaria un domestic currency che vede come controparte l'azienda italiana importatrice.

L'obiettivo principale dello swap è di fissare un tasso di cambio per entrambe le aziende che le renda immuni dalle oscillazioni valutarie, e si ipotizzi che il tasso di cambio fissato sia: 1,175 €/€.

Con questi parametri il domestic currency swap agisce in questi termini:

- se il cambio presente al momento del rimborso dalle singola rata annua (lato dell'importatore) è superiore 1,175 €/€, la differenza tra 1,175 €/€ e il cambio negoziato in quel momento (1,185 €/€) viene versata alla banca intermediaria che a sua volta la versa all'esportatore.

In questa circostanza l'importatore beneficerebbe del rafforzamento dell'euro e conseguentemente l'esportatore ne avrebbe un danno perché otterrebbe meno euro convertendo i dollari ricevuti. Il DCS, regolando i differenziali dei tassi spot, al momento del pagamento della rata annua, con il cambio fissato contrattualmente, immunizza le aziende dal rischio di tasso di cambio riportando la situazione sempre al tasso di cambio fissato al momento della stipulazione del contratto.

- Mentre, se il cambio presente al momento del rimborso dalle singola rata annua (lato dell'importatore) è inferiore 1,175 €/€, la differenza tra 1,175 €/€ e il cambio negoziato in quel momento (1,155 €/€) viene versata dell'esportatore alla banca intermediaria che a sua volta la versa all'importatore.

In questa circostanza l'esportatore beneficerebbe del rafforzamento del dollaro e conseguentemente l'importatore ne avrebbe un danno perché otterrebbe meno dollari convertendo gli euro di cui dispone.

2.5 Strumenti di copertura del rischio a Contenuto Opzionale

All'interno della vasta gamma di strumenti derivati presenti nel mercato si trova una particolare categoria di prodotti chiamati *opzioni*.

Un'opzione è un contratto mediante il quale l'acquirente ha il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare (Call) o di vendere (Put) un dato quantitativo di valuta entro (se è un'opzione americana) o ad una determinata scadenza (se è europea), il tutto ad un cambio prefissato chiamato (strike).

Per avere questo diritto di "scelta", cioè decidere se attivare o meno l'opzione in base all'andamento del sottostante, l'acquirente dell'opzione deve corrispondere alla controparte venditrice un premio con valuta "spot" in uno dei giorni seguenti alla stipula del contratto.

Quali sono però gli elementi caratteristici che contraddistinguono e regolano il funzionamento di un'opzione? Gli elementi fondamentali che regolano un'opzione su cambio sono:

- a) lo strike price o prezzo di esercizio;
- b) il premio;
- c) la scadenza;
- d) lo stile (Europea o Americana).

a) Il prezzo di esercizio: è quel livello di cambio a cui il possessore dell'opzione ha il diritto di acquistare (Call) o di vendere (Put) una valuta alla controparte: sta a lui decidere se è conveniente attivare l'opzione oppure no.

Come si fa quindi a capire quando è conveniente o non conveniente attivare un'opzione?

Un'opzione può trovarsi in tre stati in base al valore del tasso di cambio in quel momento e questi stati sono:

- *In the money*: quando il prezzo di esercizio è tale per cui si ha convenienza a esercitare il diritto (per esempio: l'esportatore acquista il diritto di poter vendere \$ ad uno strike di $\text{€}/\$ = 1,20$ e il cambio sale a $\text{€}/\$ = 1,40$, dunque l'esportatore attiva l'opzione per poter evitare l'effetto negativo dell'indebolimento del dollaro);

- At the money: quando il prezzo di esercizio coincide con il prezzo del sottostante (esempio strike di $\text{€}/\text{\$} = 1,20$ cambio spot di $\text{€}/\text{\$} = 1,20$);
 - Out of the money: quando il prezzo di esercizio è tale per cui non vi è convenienza ad esercitare il diritto (per esempio: l'esportatore acquista il diritto di poter vendere $\text{\$}$ ad uno strike di $\text{€}/\text{\$} = 1,30$, il cambio sale a $\text{€}/\text{\$} = 1,20$ e dunque l'esportatore non attiva l'opzione per poter sfruttare l'effetto positivo del rafforzamento del dollaro).
- b) Il premio:** è il costo che sostiene l'acquirente dell'opzione per potersi garantire il diritto di poter scegliere se beneficiare o meno dal cambio fissato con l'opzione.
- c) La scadenza:** si intende il momento in cui il compratore dell'opzione deve decidere se utilizzarla o meno, cioè quel giorno in cui l'acquirente dell'opzione deve comunicare alla controparte se ha intenzione di esercitare o meno il diritto di acquistare o vendere la valuta tramite l'opzione. L'acquirente eserciterà l'opzione solo quando la stessa è in the money.
- d) Lo stile:** indica quando l'opzione può essere esercitata, e sono presenti due tipologie di stili:
- *Stile europeo*: in questo caso il diritto derivante dall'opzione può essere esercitato solo alla data di scadenza
 - *Stile americano*: questo stile permette di esercitare l'opzione in qualunque data intercorrente tra la stipula del contratto e la data di scadenza.

Ciò premesso, bisogna calare l'uso delle opzioni in un contesto aziendale, quindi si andrà a osservare il solo lato dell'acquisto o di un'opzione call o di un'opzione put.

Lo schema sotto riportato elenca brevemente cosa significa acquistare opzioni in un contesto aziendale:

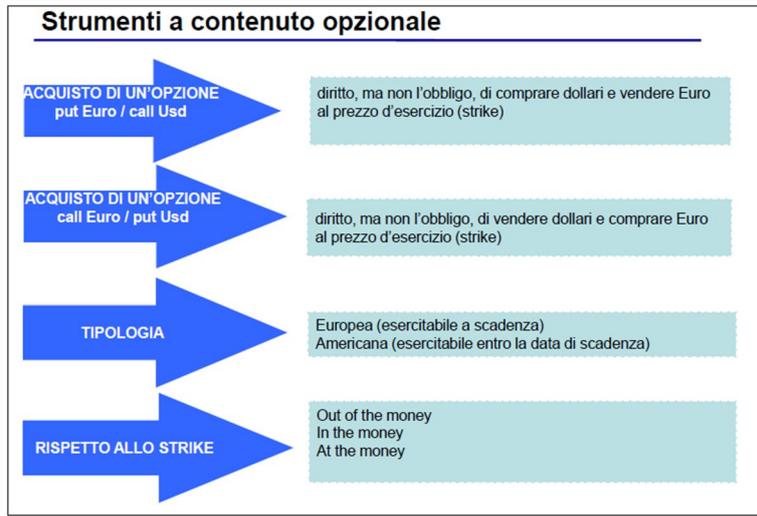


Fig.7. Tipologia di azioni.
(*"La gestione del rischio di cambio"*. Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Si andrà adesso ad analizzare più nel dettaglio le due tipologie di opzioni:

- ✓ L'acquisto di un'opzione call sui tassi di cambio
- ✓ L'acquisto di un'opzione put sui tassi di cambio

L'acquisto di un'opzione call sui tassi di cambio può essere così rappresentata:

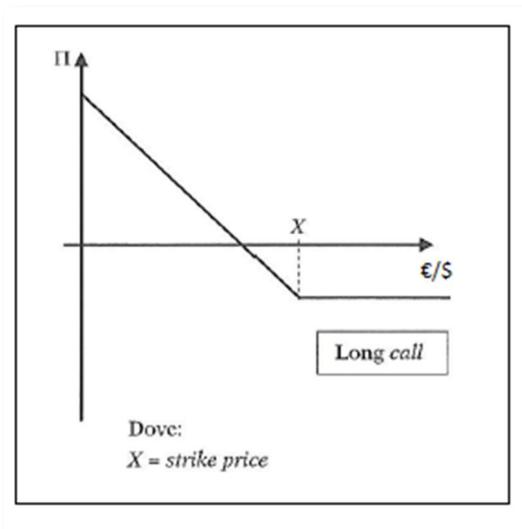


Fig.8. Acquisto di un'opzione Call.
(G.Bertinetti, *"Finanza aziendale internazionale"*, Torino: G. Giappichelli Editore, 2006).

Come si evince dalla figura l'opzione non viene attivata quando il tasso di cambio €/€ risulta essere maggiore del tasso di cambio €/€ fissato con lo strike price (area a destra dello strike price X dove l'opzione rimane una linea orizzontale).

Da notare che in questa area si è al di sotto dell'asse delle ascisse perché viene supportato il costo dell'acquisto dell'opzione. L'opzione diventa in the money non appena il tasso di cambio €/€ risulta essere minore del tasso di cambio €/€ fissato con lo strike price e dunque viene attivata per andare a coprire il rafforzamento del dollaro che l'implica la necessità di vendere più euro per ottenere dollari. Da sottolineare che in questo caso l'area della linea obliqua dell'opzione si trova principalmente al di sopra dell'asse delle ascisse perché viene sfruttato il beneficio di mantenere il tasso strike nonostante la diminuzione del tasso €/€ (rafforzamento del dollaro).

Osservando la figura si può ben capire che questa tipologia di opzione può essere utilizzata da un'azienda importatrice che necessita dell'acquisto di un'opzione put €/call \$ in modo tale da poter fissare il tasso di cambio (strike) al quale potrà riservarsi il diritto di comprare dollari, evitando di essere soggetta a un forte rafforzamento del dollaro.

A sua volta invece, l'acquisto di un'opzione put sui tassi di cambio può essere così rappresentata:

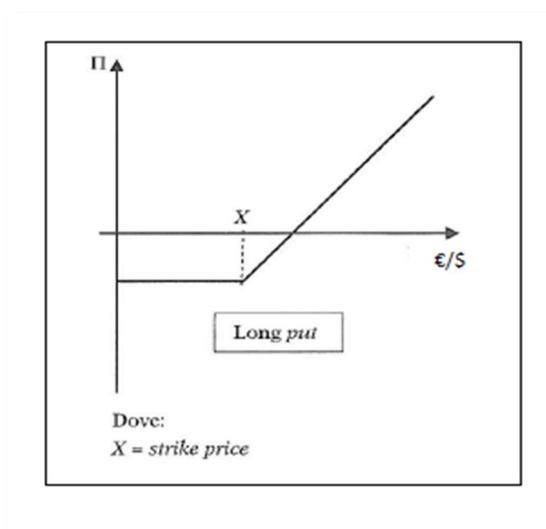


Fig.9. Acquisto di un'opzione Put.
(G.Bertinetti, "Finanza aziendale internazionale", Torino: G. Giappichelli Editore, 2006).

Come si può osservare dalla figura, l'opzione non viene attivata quando il tasso di cambio €//\$ risulta essere minore del tasso di cambio €//\$ fissato con lo strike price (area a sinistra dello strike price X dove l'opzione rimane una linea orizzontale).

Da notare che in questa area si è al di sotto dell'asse delle ascisse perché viene supportato il costo dell'acquisto dell'opzione.

L'opzione diventa in the money non appena il tasso di cambio €//\$ risulta essere maggiore del tasso di cambio €//\$ fissato con lo strike price, e dunque viene attivata per andare a coprire l'indebolimento del dollaro che l'implica la necessità di vendere più dollari per ottenere euro. Da evidenziare che in questo caso l'area della linea obliqua dell'opzione si trova principalmente al di sopra dell'asse delle ascisse perché viene sfruttato il beneficio di mantenere il tasso strike nonostante l'aumento del tasso €//\$ (rafforzamento dell'euro).

Osservando la figura si può ben capire che questa tipologia di opzione può essere utilizzata da un'azienda esportatrice che necessita dell'acquisto di un'opzione call €/put \$ in modo tale da poter fissare il tasso di cambio (strike) al quale potrà riservarsi il diritto di vendere dollari evitando di essere soggetta a un forte rafforzamento dell'euro.

Ciò premesso, come funzionano effettivamente queste coperture per un'azienda?

Perché un'azienda dovrebbe dotarsi di questi strumenti per coprire il proprio rischio di tasso di cambio? Per un'azienda esportatrice qual è il problema principale inerente ai tassi di cambio? L'acquisto di un'opzione put dollaro le permette di arginare il suo rischio?

Per un'azienda esportatrice il principale problema derivante dal tasso di cambio è che si può trovare in una situazione per cui l'euro si rafforza nei confronti del dollaro e per questo motivo l'azienda, che deve convertire i guadagni ricevuti in dollari in euro, si trova ad ottenere meno euro di quelli che avrebbe ottenuto con il cambio sui cui erano parametrati i prezzi di listino.

2.5.1 Opzioni Plain Vanilla

Il tipico caso di copertura, tramite l'acquisto di un'opzione put \$, utilizzato da un'azienda esportatrice può essere così rappresentato:

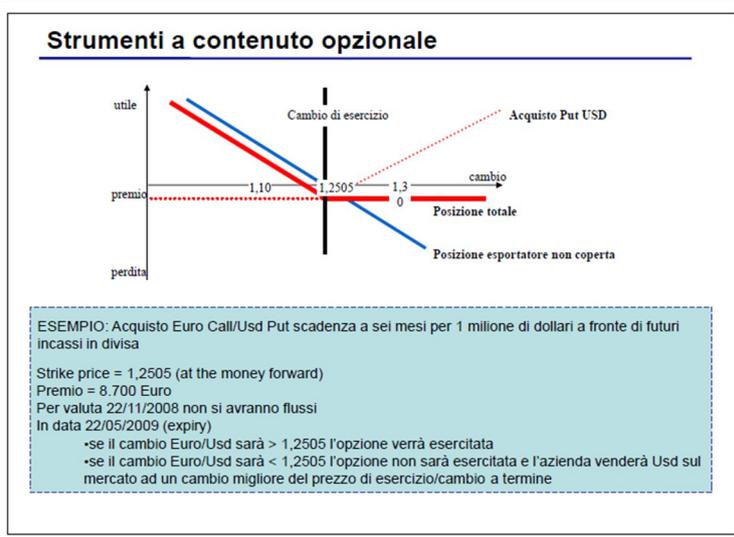


Fig.10. Opzione plain Vanilla.
("La gestione del rischio di cambio". Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Nell'esempio raffigurato, l'azienda esportatrice acquista un'opzione put \$, pagando 8.700 €, con scadenza a 6 mesi per un valore di 1.000.000,00 \$ sapendo che avrà futuri ricavi in dollari con l'obiettivo di poter fissare un strike price al valore di cambio di 1,2505 €/\$. Lo scopo per l'azienda è di potersi assicurare il diritto di scelta se utilizzare lo strike price al momento della scadenza dell'opzione, poiché più vantaggioso, oppure se mantenere il tasso spot presente alla scadenza perché con il seguente tasso può ottenere più euro dalla vendita dei dollari ricevuti. In questo caso specifico, la linea obliqua blu rappresenta la situazione dell'esportatore senza copertura che si trova ad aver un utile quando si ha un rafforzamento del dollaro (area sinistra dello strike price); la linea tratteggiata rossa rappresenta l'acquisto della put \$ e la linea rossa marcata rappresenta il risultato della copertura derivante dall'applicazione della strategia.

Come si può notare la risultante della strategia si divide in due aree:

→ L'area che sta a destra dello strike price, dove la put \$ si attiva (divenendo una linea orizzontale parallela all'asse delle ascisse), eliminando l'effetto dell'indebolimento del dollaro e fissando il cambio al valore dello strike 1,2505 €/\$.

In questo caso se il tasso spot fosse stato di 1,30 €/€ l'azienda avrebbe attivato la put \$ riportandosi allo strike di 1,2505 €/€.

→L'area che sta a sinistra dello strike price dove la put \$ non si attiva (linea obliqua tendente l'asse delle ordinate), sfruttando l'effetto del rafforzamento dollaro e lasciando libero il tasso di cambio.

In questo caso se il tasso spot fosse stato di 1,10 €//\$ l'azienda non avrebbe attivato la put \$ sfruttando il tasso di cambio favorevole ed ottenendo più euro.

Seguendo un altro esempio per vedere gli effetti positivi della copertura tramite l'acquisto di una put \$:

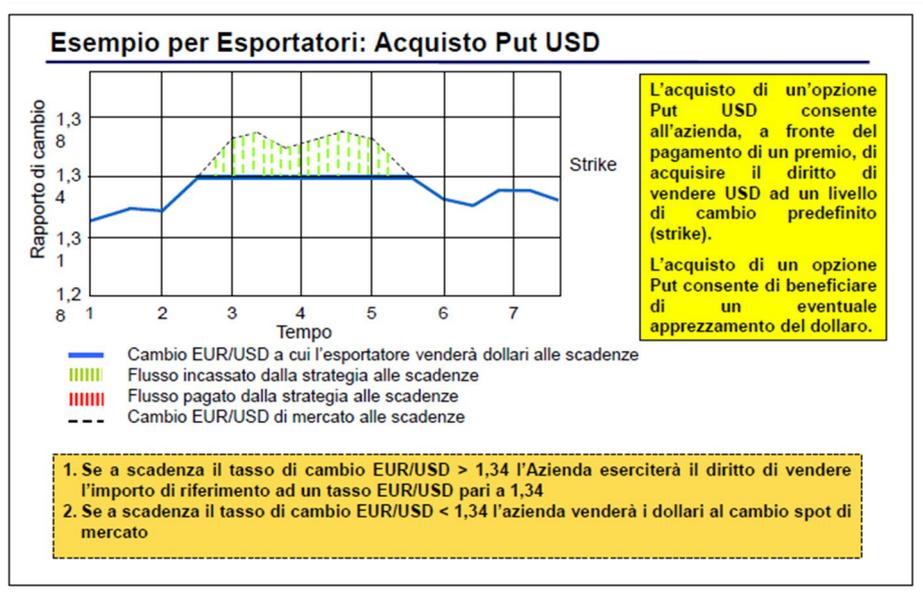


Fig.11. Acquisto Put USD.
 ("La gestione del rischio di cambio" . Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Come si può osservare, fissando lo strike price al cambio 1,34 €//\$ la strategia permette di beneficiare di un eventuale apprezzamento del dollaro (sotto quota 1,34 €//\$), blocca l'effetto negativo derivante da un rafforzamento dell'euro (sopra quota 1,34 €//\$) e non genera flussi da pagare negativi se non il premio da pagare inizialmente per acquistarsi il diritto di poter esercitare l'opzione put.

2.5.2 Combinazioni di Opzioni: Cilindro o Collar

Utilizzando contemporaneamente alcuni degli strumenti analizzati in precedenza, possono essere generate delle strategie di copertura del rischio di cambio in un contesto aziendale.

Una delle strategie più utilizzate dalle aziende derivante dalla combinazione di opzioni è il cosiddetto “Cilindro” o “Collar”.

Questa strategia è originata dalla combinazione di un acquisto di un’opzione associato alla contemporanea vendita di un’altra opzione che porta in primis a una riduzione o all’annullamento complessivo del premio da pagare per acquisire l’opzione, e contemporaneamente genera un “cilindro” dove il tasso di cambio è libero di oscillare senza nessun vincolo.

Una breve rappresentazione grafica può dare una prima idea di come il cilindro rappresenti un’area dove il tasso di cambio è libero di oscillare sempre in un range che permetta di sfruttare all’impresa il vantaggio dell’oscillazione stessa del tasso di cambio.

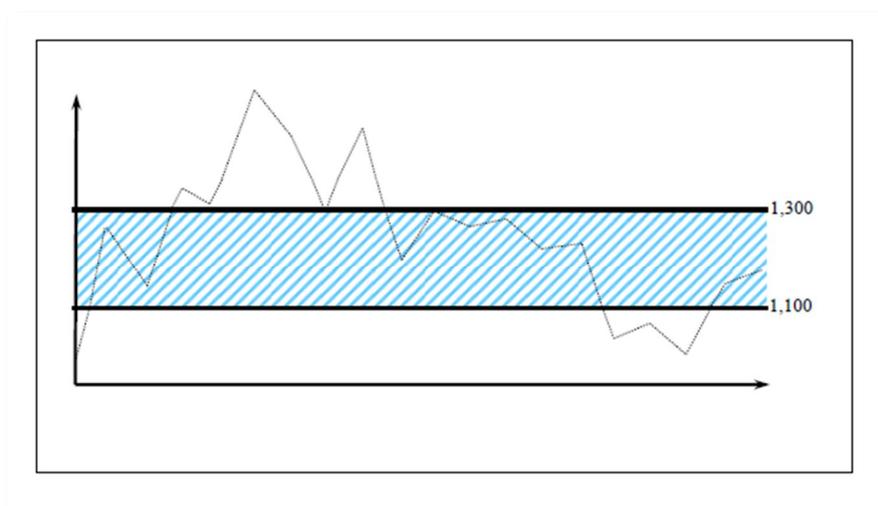


Fig.12. Canale del cilindro.
(“La gestione del rischio di cambio” . Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Le due principali strategie “cilindriche” che possono essere utilizzate da un’azienda per coprire il rischio di cambio sono:

- ✚ L’acquisto di un Call/Vendita di una Put che è la combinazione che viene utilizzata da un’azienda importatrice.
- ✚ L’acquisto di una Put/vendita di una Call che rappresenta la combinazione utilizzata da un’azienda esportatrice.

Andando ad analizzare nel dettaglio la strategia Collar osservando il caso di un'azienda esportatrice, la rappresentazione risultante è la seguente:

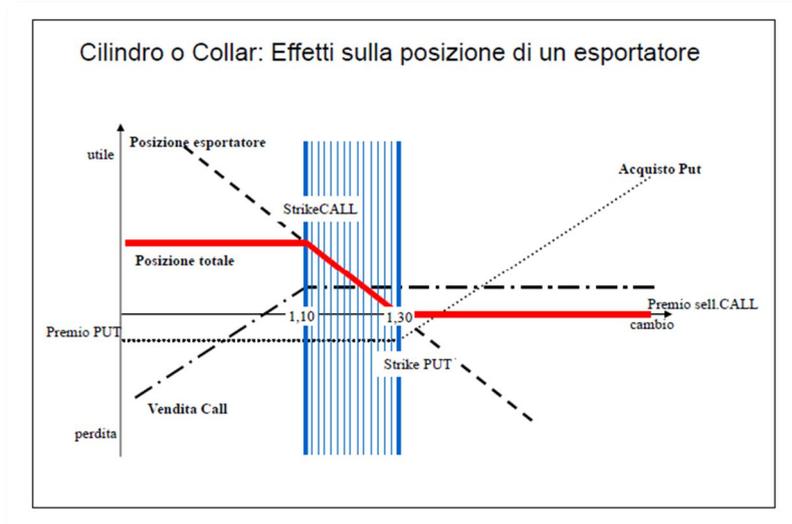


Fig.12. Cilindro o Collar: effetti sulla posizione di un esportatore.
 ("La gestione del rischio di cambio" . Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Nello specifico esempio rappresentato nelle figura sopra riportata si osserva che:

- ✓ c'è l'acquisto di un'opzione Put a uno strike price di 1,30 €//\$ e questo genera un esborso per l'azienda pari al premio che deve essere pagato dall'acquisto della Put (visualizzato come la distanza dell'opzione Put con l'asse delle ascisse);
- ✓ in contemporanea viene venduta un'opzione Call con uno strike price di 1,10 €//\$ e questo genera un ricavo per l'azienda pari al premio che deve essere pagato dall'acquisto della Call da parte della controparte (visualizzato come la distanza dell'opzione Call con l'asse delle ascisse);
- ✓ viene rappresentata una linea obliqua raffigurante la situazione di un'azienda esportatrice senza nessun tipo di copertura, la quale percepisce un maggior utile quando il dollaro si rafforza rispetto all'euro e di conseguenza una perdita quando l'euro si rafforza nei confronti del dollaro.

Partendo dalla situazione di un'azienda esportatrice senza copertura (linea obliqua), e strutturando la strategia derivante dalla combinazione di due opzioni (l'acquisto di una Put/vendita di una Call) che riportano gli strike price esposti in precedenza, la strategia di copertura risultante è un Collar per un'azienda esportatrice (forma evidenziata in rosso).

Pertanto in cosa consiste concretamente questa copertura? Quali sono dunque i benefici che può avere un'azienda?

Questa copertura sfrutta l'azione contraria delle due opzioni che si vanno ad attivare a degli strike diversi:

- nel caso sia presente un tasso di cambio di 1,40 €/\$, l'opzione Put acquistata va in the money, attivandosi e riportando il cambio a valore di 1,30 €/\$, difendendo così l'azienda dall'indebolimento del dollaro. Nel contempo la controparte che ha acquistato la call non la attiva, essendo l'opzione out of the money, sfruttando così il rafforzamento dell'euro;
- nel caso sia presente un tasso di cambio di 1,05 €/\$ l'opzione Call venduta va in the money, la controparte la attiva, obbligando l'azienda a vendere a un tasso di cambio inferiore a quello presente nel mercato, ma comunque beneficiando del rafforzamento del dollaro. Nel contempo la controparte, che ha acquistato la call, essendo l'opzione in the money, attiva l'opzione limitando l'effetto negativo derivante dal rafforzamento del dollaro;
- nel caso sia presente un tasso di cambio di 1,20 €/\$ né l'opzione Put acquistata né l'opzione Call venduta si attivano, lasciando libero il tasso di cambio di oscillare all'interno di uno specifico range definito dai due strike price. Dunque il tasso di cambio è libero di oscillare tra 1,10 €/\$ e 1,30 €/\$, ma come esce da questa area detta "cilindro", una delle due opzioni si attiva riportando il tasso al valore di uno dei due strike price di 1,10 €/\$ se il tasso "esce" a sinistra del cilindro, e di 1,30 €/\$ se il tasso "esce" a destra del cilindro.

Approfondita la tecnicità della copertura, i benefici concreti che ne derivano sono:

- ◆ l'azienda predetermina entro quale intervallo può oscillare il tasso di cambio al quale andrà a convertire i dollari guadagnati in euro evitando dunque di subire passivamente l'oscillazione del tasso di cambio;
- ◆ l'azienda può sfruttare parzialmente a proprio vantaggio l'andamento negativo del tasso €/\$ (rafforzamento dell'euro), non bloccando la conversione ad un valore €/\$ maggiore, ma bensì sfruttando maggiormente l'eventuale rafforzamento del dollaro che può derivare dall'oscillazione del cambio;

- ◆ l'azienda può strutturare una copertura "Zero cost" tramite Collar dove il premio pagato per l'acquisto dell'opzione Put viene ricasato dalla vendita dell'opzione Call, permettendo di fatto all'azienda di non aver nessun onere negativo, perché il premio pagato viene compensato dal premio incassato, e nel contempo di avere in essere una strategia di copertura che delimita i valori in cui il tasso di cambio può oscillare.

Seguendo un altro esempio, per vedere gli effetti positivi della copertura tramite un cilindro Collar, si ottiene:

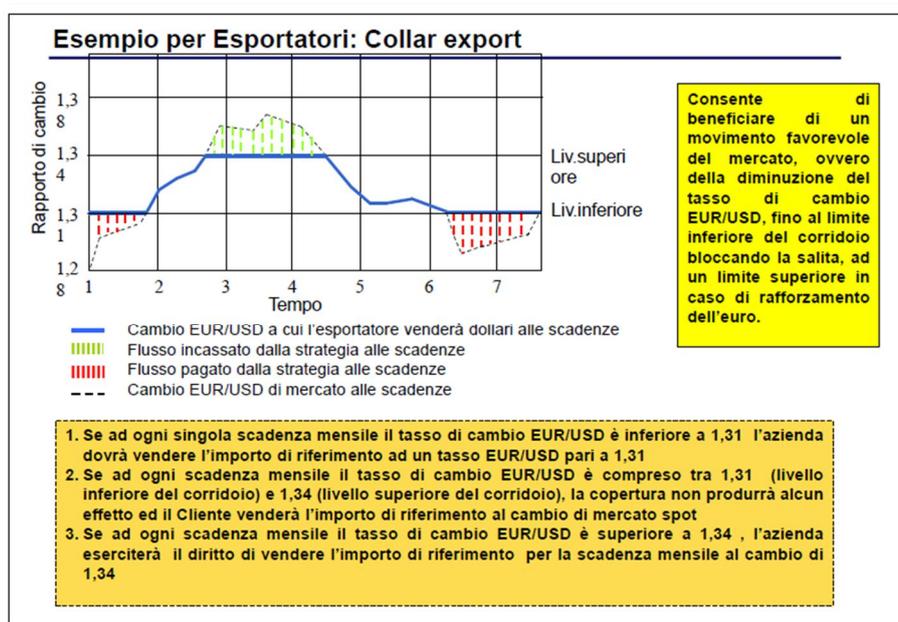


Fig.13. Esempio per esportatori: Collar export.
 ("La gestione del rischio di cambio" . Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Come si può osservare dalla figura sopra riportata, il tasso può oscillare tra i valori 1,31 €//\$ e 1,34 €//\$: da sottolineare come l'unico elemento sfavorevole della copertura sia rappresentato dall'area rossa a sinistra, in quanto limita per l'azienda i benefici derivanti dal rafforzamento del dollaro. Sono però maggiori i benefici, rappresentati sia dall'area verde che dall'area rossa a destra, in quanto limitano l'effetto negativo dell'indebolimento del dollaro riportando il tasso sempre al valore di 1,34€//\$.

2.5.3 Combinazioni di Opzioni: Participating Forward

Sempre utilizzando contemporaneamente più opzioni, può essere strutturata un'altra delle strategie più utilizzate dalle aziende: la cosiddetta strategia partecipata o "Participating Forward"

Questa strategia è originata dalla combinazione di un acquisto di un'opzione associato alla contemporanea vendita di un'altra opzione: in questo caso però, le opzioni presentano le medesime caratteristiche, cioè hanno lo stesso strike price, uguale scadenza ma per importi diversi (nel caso di un'azienda esportatrice importo inferiore per l'opzione Call).

Analizzando il caso di un'azienda esportatrice, la strategia consiste nell'acquisto di un'opzione Put nella contemporanea vendita di un'opzione Call dove entrambe le opzioni presentano il medesimo strike price.

Per meglio spiegare questa strategia verrà riportata una figura rappresenta della situazione con correlato un esempio numerico.

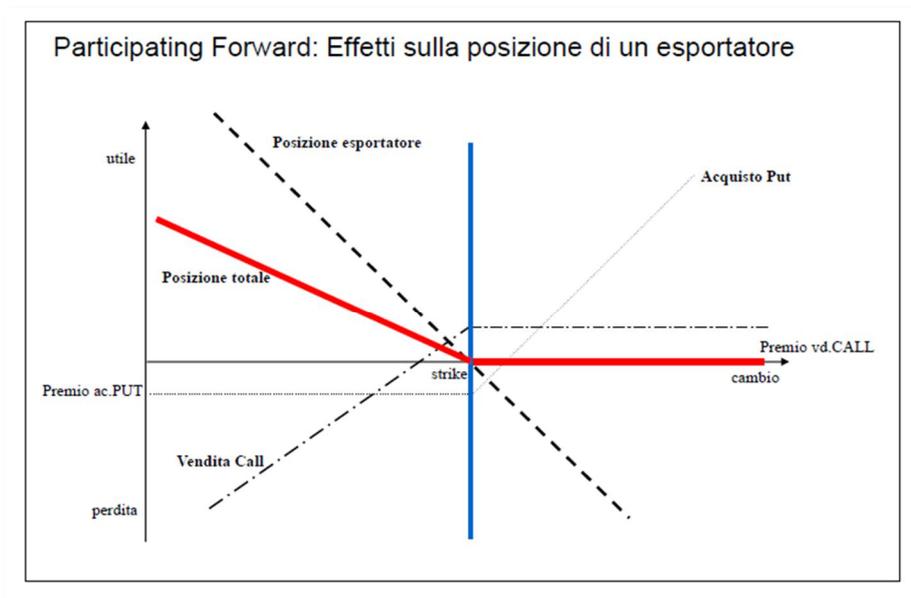


Fig.14. Participating Forward: effetti sulla posizione di un esportatore. ("La gestione del rischio di cambio". Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Si prenda il caso di un'azienda esportatrice che deve esportare merce per il corrispettivo di 10 milioni di \$. La strategia di copertura participating consiste nell'acquisto di una Put \$ per 10 milioni di \$, corrispondente all'ammontare complessivo dell'esposizione, e nel contempo nella vendita "partecipativa" di una call \$ con un importo pari alla partecipazione determinata a priori, nel caso specifico il 50% dunque di 5 milioni di \$.

Avendo le due opzioni il medesimo strike, vengono esercitate dalle due controparti nel medesimo momento, però, essendo stata venduta un call \$ su un importo sottostante inferiore (esattamente pari al 50%), l'effetto dell'esercizio di tale opzione viene attenuato nella misura del 50%.

Come si nota dal grafico, lo strike è il fulcro della strategia:

→ a destra dello strike l'azienda esercita l'opzione sul sottostante di 10 milioni \$, riportando il tasso al valore strike in modo tale da non subire l'effetto negativo dell'indebolimento del dollaro sull'esposizione presente;

→ a sinistra dello strike la controparte esercita la Call \$ acquistando però su un sottostante pari alla metà dell'esposizione, obbligando l'azienda a vendere a un prezzo meno competitivo di quello presente nel mercato e di conseguenza limitando ma non annullando completamente il beneficio derivante dal rafforzamento del dollaro.

Da notare che, se la partecipazione fosse stata del 100%, dunque fosse stata venduta una Call \$ su un importo complessivo di 10 milioni di \$ (pari al valore dell'esposizione dell'azienda esportatrice), la parte a sinistra dello strike sarebbe stata una linea retta orizzontale sovrapposta all'asse delle ascisse: dunque il tasso sarebbe fisso e pari allo strike price e la strategia diventerebbe una sorta di Forward che blocca l'operazione a un tasso fisso prefissato.

La risultante (linea rossa evidenziata) evidenzia gli effetti di questa strategia di copertura:

- nel caso il tasso di cambio fosse maggiore allo strike, l'azienda esportatrice attiva l'opzione Put sull'intera esposizione, riuscendo a vendere i dollari al tasso di cambio strike prefissato e dunque non si trova in balia di oscillazioni del tasso di cambio sfavorevoli;

- nel caso in cui il tasso di cambio fosse inferiore allo strike, l'azienda viene obbligata dalla controparte a vendere i dollari allo tasso di cambio strike, che risulta essere più svantaggioso per l'impresa. Al contempo però, l'azienda non vende tutto l'ammontare dell'esposizione al tasso di cambio fissato con lo strike, perché il rimanente 50% dell'esposizione (5 milioni di \$) non è vincolato dall'opzione ed è libero di sfruttare l'oscillazione favorevole del tasso di cambio. Da qui si deduce come la strategia sia flessibile lasciando al 50% dell'esposizione la libertà di sfruttare l'oscillazione favorevole del tasso di cambio. Questo comporta sì una diminuzione dell'utile pari al 50%, ma se la partecipazione fosse stata per esempio del 100%, non ci sarebbe stato nessun utile e dunque la strategia non sarebbe stata dinamica ma bensì statica e limitante.

Anche in questo caso l'azienda può cercare di costruire una strategia "zero cost" facendo in modo che il premio pagato per l'acquisto dell'opzione Put venga compensato dal premio incassato dalla vendita dell'opzione Call. Per far questo la variabile che incide sulla determinazione del premio è lo strike price, pertanto l'azienda dovrà trovare la giusta combinazione con lo strike che faccia in modo che il prezzo della Put acquistata sia compensato dal premio della Call venduta. In questo caso, lo strike dovrebbe essere molto a destra in modo tale che l'opzione put comprata sia molto out of the money (pagando un premio minore), mentre l'opzione Call venduta sia molto in the money ricevendo di un premio maggiore.

Approfondita la tecnicità della copertura i benefici concreti che ne derivano sono:

- ◆ la dinamicità della copertura che permette all'azienda di sfruttare l'oscillazione favorevole del tasso di cambio (al di sotto del tasso strike), infatti rispetto alla copertura cilindrica la strategia partecipativa è più flessibile perché sulla parte non vincolata il guadagno derivante da un'oscillazione positiva del tasso può essere illimitato e non bloccato da un intervallo prefissato con il cilindro;
- ◆ l'azienda può strutturare una copertura "Zero cost" tramite la strategia partecipativa dove il premio pagato per l'acquisto dell'opzione Put viene ricasato dalla vendita dell'opzione Call, permettendo di fatto all'azienda di non aver nessun'onere negativo, perché il premio pagato viene compensato dal premio incassato.

Utilizzando un'altra rappresentazione per analizzare la strategia partecipativa si osserva che:

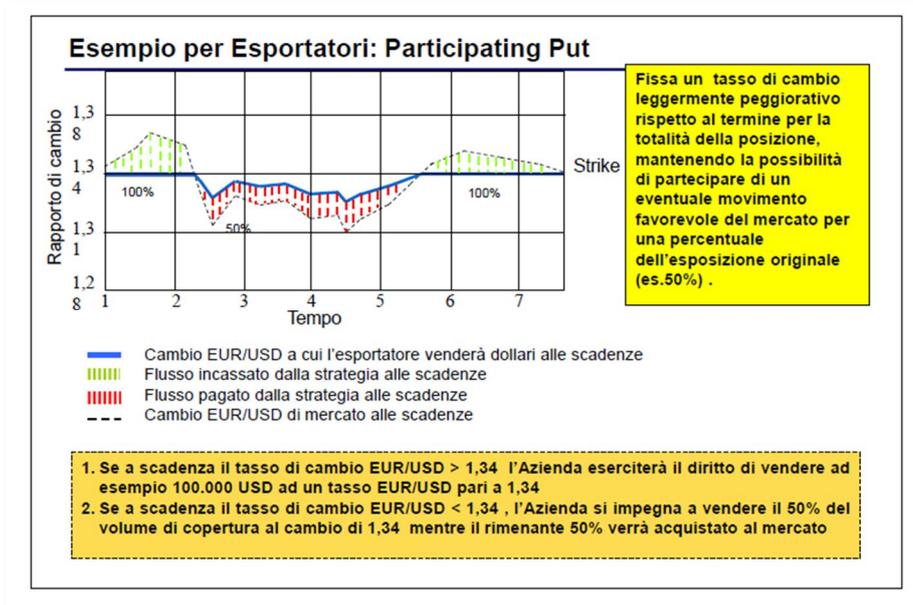


Fig.15. Esempio per esportatori: Participating Put.
 ("La gestione del rischio di cambio". Corso gestione dinamica del rischio di M. Belli).

Come si ricava dalla figura, il tasso di riferimento (strike price) è di 1,34€/€; sopra questo tasso la strategia riporta sempre il tasso allo strike prefissato limitando eliminando l'effetto negativo derivante dall'indebolimento del dollaro.

Sotto questo tasso, si osserva come l'azienda debba vendere a un tasso di riferimento (strike) più svantaggioso rispetto a quello presente nel mercato, ma con il beneficio di poter sfruttare la libertà di oscillazione lasciata al 50% dell'esposizione non considerata come sottostante nella stipula del contratto di vendita dell'opzione call.

2.5.4 Opzioni esotiche con barriera

Una particolare tipologia di opzioni sono le opzioni con barriera, ma in cosa si diversificano rispetto alle opzioni normali?

Un'opzione con barriera è un'opzione la cui esistenza dipende dal raggiungimento di un predeterminato livello spot del sottostante, nel corso della vita o alla scadenza dell'opzione stessa.

Il vantaggio principale che può essere riconosciuto alle opzioni con barriera è quello di rendere l'acquisto dell'opzione meno costoso in quanto la barriera si attiva solo a determinati livelli del sottostante e di conseguenza l'opzione viene ad esistere solo quando si raggiunge il predeterminato livello spot.

Lavorando sul livello al quale si attiva l'opzione si può modificare il premio da pagare, creando una situazione per la quale il premio è molto vantaggioso e in egual modo limitando la parte di scopertura.

Possono esserci due tipologie di opzioni con barriera:

- ✚ le opzioni Knock-out;
- ✚ le opzioni Knock-in.

Per quanto riguarda le **opzioni Knock-out**, sono quelle opzioni di stile europeo che al loro interno presentano una clausola di decadimento anticipato. Pertanto, qualora il tasso di cambio raggiunto dal mercato al momento della scadenza dell'opzione con barriera, sia maggiore o superi il livello prefissato a posteriori come barriera, l'opzione cesserà di esistere e l'unica obbligazione rimanente sarà il pagamento del premio.

Ragionando in termini di efficiente copertura, la barriera dovrebbe essere posizionata out of the money, in modo tale che ci sia una maggiore copertura per l'azienda anche se il premio da pagare sarà maggiore.

Si ipotizzi il caso di un'azienda esportatrice che compra un'opzione con barriera Knock-out, fissando uno strike al tasso 1,30 €/€/\$ e Knock-out 1,20 €/€/\$. Se alla scadenza il tasso di cambio sale a 1,40 €/€/\$, l'opzione diventa in the money e dunque verrà esercitata dall'azienda per proteggersi dall'indebolimento del dollaro. Se invece, alla scadenza il tasso di cambio diviene 1,10 €/€/\$, la barriera fissata viene raggiunta e superata e pertanto l'opzione si annulla cessando di esistere e l'azienda sfrutta a proprio vantaggio il rafforzamento del dollaro avendo dunque una strategia dinamica di copertura.

Da considerare che l'azienda come ulteriore vantaggio si trova a pagare un premio inferiore grazie alla fissazione della barriera che va ad eliminare l'opzione un volta raggiunti determinati livelli del sottostante.

Analizzando invece adesso le **opzioni Knock-in**, queste sono quelle opzioni di stile europeo che al loro interno presentano una clausola di attivazione subordinata. Pertanto, qualora il tasso di cambio raggiunto dal mercato al momento della scadenza dell'opzione con barriera, non sia maggiore o superi il livello prefissato a posteriori (come barriera), l'opzione non esisterà e l'unica obbligazione rimanente sarà il pagamento del premio.

Ragionando in termini di efficiente copertura, la barriera dovrebbe essere posizionata out of the money, in modo tale che ci sia una maggiore copertura per l'azienda anche se il premio da pagare per il premio sarà maggiore.

Si ipotizzi il caso di un'azienda esportatrice che compra un'opzione con barriera Knock-in, fissando uno strike al tasso 1,30 €/€ e Knock-in 1,20 €/€. Se alla scadenza il tasso di cambio sale a 1,40 €/€, l'opzione diventa in the money, supera il livello della barriera e si attiva: pertanto verrà esercitata dall'azienda per proteggersi dall'indebolimento del dollaro. Se invece alla scadenza il tasso di cambio diviene 1,10 €/€, la barriera fissata non viene raggiunta e superata, pertanto l'opzione non si attiva e l'azienda sfrutta a proprio vantaggio il rafforzamento del dollaro avendo dunque una strategia dinamica di copertura.

Da considerare che l'azienda come ulteriore vantaggio si trova a pagare un premio inferiore grazie alla fissazione della barriera che va ad attivare l'opzione un volta raggiunti determinati livelli del sottostante predeterminati.

In entrambi i casi, se la barriera viene posta in the money, si ha una notevole riduzione del premio, ma l'azienda lascia la sua esposizione in balia delle oscillazioni del rischio di tasso di cambio avendo una copertura molto rischiosa e poco performante a beneficio di una riduzione del premio.

CAPITOLO 3

Raccolta e osservazione dei dati – Analisi di un caso aziendale

3.1 Dati e osservazioni sul mercato dei derivati e analisi del contesto internazionale

Come si è potuto osservare dal capitolo precedente ci sono varie tipologie di strumenti derivati che possono essere acquistati e venduti in due tipologie di mercati distinti:

- ✚ Il mercato regolamentato, dove vengono negoziati per esempio i futures e alcune tipologie di opzioni, nel quale la controparte è il mercato stesso e sono presenti degli specifici standard contrattuali che limitano i vari rischi.
- ✚ Il mercato cosiddetto “over the counter”, dove vengono negoziati per esempio forward, swap e opzioni, nel quale la contrattazione resta in capo alle due controparti con un potenziale rischio di controparte.

E' molto importante considerare la fondamentale importanza che riveste il mercato OTC nell'ammontare complessivo delle trattazioni dei derivati svolte sui principali mercati mondiali. *“Secondo una rilevazione della banca dei regolamenti internazionali sul mercato dei derivati OTC , dove si svolge la maggior parte delle contrattazioni delle maggiori banche di 13 paesi sviluppati, a fine 2014 il valore nozionale dei contratti era di circa 520 mila miliardi di euro, otto volte il PIL mondiale”¹.*

Per capire e quantificare la diffusione degli strumenti derivati, quali sono le grandezze da considerare?

A questo proposito comunemente vengono utilizzate due tipologie di grandezze dagli operatori del settore:

- ◆ Il valore nozionale *“ossia il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento, che fornisce una misura del volume delle negoziazioni ed è prefissato per la durata del contratto, ma non rappresenta direttamente né l'esposizione né il rischio di ciascuna delle controparti”².*

^{1,2} A. Signorini, *“Analisi conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”*, Camera dei deputati: Roma 2015

◆ Il valore di mercato “che rappresenta in ciascun momento la perdita (valore negativo) o il guadagno (valore positivo) che si determinerebbe per il contraente se il contratto fosse chiuso alla data di rilevazione. Dipende dall’andamento assunto nel corso del tempo dalle variabili a cui il derivato è collegato, e quindi varia nell’entità e nel segno”³.

Alla luce di quanto sopra esposto, per poter avere una quantificazione “empirica”, rappresentata da valori numerici, di seguito verrà riportata una tabella dove sono stati rilevati i contratti derivati negoziati sui mercati OTC internazionali.

Rilevazione internazionale dei contratti derivati negoziati su mercati non regolamentati								
(miliardi di euro e valori percentuali)								
Fattori di rischio/tipologie contrattuali	Valore nozionale				Valore lordo di mercato (1)			
	dic-08	dic-11	dic-14	var.% 2008-14	dic-08	dic-11	dic-14	var.% 2008-14
Totale contratti	429.796	500.665	519.026	21	25.351	21.104	17.198	-32
Totale derivati su cambi	35.957	48.984	62.498	74	2.935	1.996	2.425	-17
Forward e swap su cambi	17.600	23.592	30.538	74	1.315	710	993	-25
Swap di valuta	10.736	17.614	19.936	86	1.173	1.019	1.113	-5
Opzioni	7.622	7.779	12.025	58	446	267	320	-28
Totale derivati su tassi	310.884	389.610	416.320	34	14.433	15.458	12.856	-11
Forward rate agreement	29.863	39.103	66.581	123	119	52	119	1
Interest rate swap	245.116	311.161	313.836	28	13.047	13.947	11.487	-12
Opzioni	35.904	39.347	35.904	-0	1.268	1.459	1.249	-1
Totale derivati su azioni	4.650	4.623	6.541	41	799	525	507	-37
Forward and swap	1.169	1.343	2.055	76	241	121	147	-39
Opzioni	3.481	3.280	4.486	29	558	404	360	-36
Totale derivati su materie prime	3.181	2.389	1.539	-52	686	372	261	-62
Oro	284	403	247	-13	47	56	26	-44
Altre materie prime	2.897	1.986	1.291	-55	640	313	235	-63
Totale derivati su crediti (CDS)	30.095	22.124	13.507	-55	3.676	1.226	488	-87
Strumenti single-name	18.495	13.034	7.447	-60	2.345	740	301	-87
Strumenti multi-name	11.599	9.090	6.060	-48	1.332	485	187	-86
Non allocati	45.029	32.934	18.622	-59	2.822	1.529	661	-77

Fonte: Bank for International Settlements, Semiannual Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets Statistics. Statistiche su base consolidata rilevate presso un campione di banche di 13 paesi sviluppati.
(1) Ottenuto come somma in valore assoluto dei valori positivi e negativi.

Fig.1. Rilevazione internazionale dei contratti derivati negoziati su mercati non regolamentati.
(A. Signorini, “Analisi conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”, Camera dei deputati: Roma 2015)

Da un’osservazione più approfondita dei dati, si nota come nel corso del tempo il valore nozionale totale dei contratti su derivati stipulati a livello internazionale (che fornisce una misura delle negoziazioni complessive di tali strumenti), sia aumentato di circa il 21% dalla 2008 al 2014, raggiungendo un valore 519.026 miliardi di euro.

³ A. Signorini, “Analisi conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”, Camera dei deputati: Roma 2015

Questo pone in evidenza come su scala internazionale siano sempre più trattati e utilizzati tali strumenti rilevando la tendenza da parte dei players, quali banche e aziende, di fornirsi di tali strumenti con lo scopo principale di ridistribuire e mitigare i rischi nei quali incorrono durante lo svolgimento della loro attività professionale.

Da notare il valore “totale derivati su cambi” che presenta la maggior variazione percentuale positiva riscontrata nelle varie tipologie di contratti derivati tra il 2008 e il 2014, con un massivo incremento percentuale di ben il 74%, arrivando a un valore nominale complessivo di ben 62.498 miliardi di euro.

Una chiave di lettura che può essere data a questo valore è come a livello internazionale i players avvertano la sempre maggior necessità di coprire le loro esposizioni dal rischio di cambio tramite l'utilizzo di specifici strumenti derivati su cambi.

Nello specifico, si può ben vedere come tutte le tipologie di strumenti finanziari derivati utilizzati nei mercati OTC ,per la copertura del rischio di tasso di cambio, abbiano avuto un incremento esponenziale nei sei anni intercorsi dal 2008 al 2014:

- ✓ I forward e swap su cambi hanno registrato un aumento percentuale del 74%;
- ✓ Le opzioni hanno registrato un aumento percentuale del 58%.

3.2 Dati e osservazioni sul mercato dei derivati nel contesto italiano

Passando dal contesto internazionale all'analisi del contesto nazionale, l'Italia risulta essere un paese in contro tendenza rispetto ai dati emersi dalla tabella precedente, tanto che risulta essere un paese in cui va via via diminuendo l'utilizzo degli strumenti derivati.

“In Italia il valore nozionale dei contratti derivati è significativamente inferiore, in rapporto al PIL, alla media globale (quattro volte il prodotto, contro otto a livello globale); si è contratto di circa un quarto tra la fine del 2008 e dicembre 2014”⁴.

⁴ A. Signorini, “Analisi conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”, Camera dei deputati: Roma 2015

Tale contro tendenza può essere esaminata leggendo i dati raccolti dalla Banca D'Italia e raggruppati nella seguente tabella.

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori nozionali (1)							
(milioni di euro e valori percentuali)							
	dicembre-08		dicembre-11		dicembre-14		var. % 2008 -14
	importo	comp. %	importo	comp. %	importo	comp. %	
Derivati finanziari	9.007.395	100,0	9.690.902	100,0	6.751.778	100,0	-25,0
<i>di cui:</i>							
controparti non residenti	6.122.104	68,0	6.537.916	67,5	4.444.010	65,8	-27,4
<i>Società finanziarie</i>	5.654.815	62,8	6.514.483	67,2	4.403.933	65,2	-22,1
<i>Società non finanziarie</i>	458.271	5,1	11.977	0,1	19.910	0,3	-95,7
<i>Altro</i>	4.401	0,0	11.127	0,1	19.482	0,3	342,7
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	4.539	0,1	268	0,0	559	0,0	-87,7
<i>Famiglie</i>	75	0,0	58	0,0	123	0,0	63,3
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	2	0,0	3	0,0	2	0,0	-1,9
controparti residenti	2.885.291	32,0	3.152.987	32,5	2.307.768	34,2	-20,0
<i>Società finanziarie</i>	2.547.788	28,3	2.876.145	29,7	2.128.896	31,5	-16,4
<i>Società non finanziarie</i>	226.156	2,5	196.311	2,0	127.712	1,9	-43,5
<i>Altro</i>	35.336	0,4	39.628	0,4	15.252	0,2	-56,8
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	42.147	0,5	24.917	0,3	26.241	0,4	-37,7
<i>Famiglie</i>	31.625	0,4	14.962	0,2	9.209	0,1	-70,9
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	2.239	0,0	1.024	0,0	458	0,0	-79,6

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.
(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere.

Fig.2. Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia – Valori nozionali.
(A. Signorini, "Analisi conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati", Camera dei deputati: Roma 2015)

Gli intermediari bancari italiani specializzano la loro attività prevalentemente nell'ambito commerciale (raccolta del risparmio e impiego creditizio), dunque, per questo motivo, risultano avere un'attività in derivati relativamente minore rispetto ad altri paesi.

Concentrandosi sull'analisi dei valori nozionali delle controparti residenti in Italia (banche autorizzate in Italia), si può osservare come sia maggiormente concentrata la diffusione degli strumenti derivati nel settore finanziario (bancario) rispetto al settore non finanziario (aziendale); tanto che il valore riportato nel settore finanziario risulta essere circa 10 volte il valore riportato nel settore non finanziario e sempre su tale valore circa il 90% può essere attribuito a transazioni con controparti finanziarie (tra banche). Molte volte le banche acquistano prodotti derivati con finalità di auto copertura per coprire il valore del loro patrimonio da andamenti avversi del mercato. In altri casi le banche utilizzano la negoziazione dei derivati con finalità speculative con la finalità di trarre un profitto "scommettendo" sull'andamento di alcune variabili nel futuro.

Andando a calarsi nel contesto delle società non finanziarie, dunque le aziende, emerge come “le imprese stipulano prevalentemente contratti derivati per coprirsi dal rischio di cambio o da quello di un aumento del tasso di interesse”⁵, ed ecco quindi emergere la finalità dell’acquisto di strumenti derivati da parte delle aziende.

Alla fine del 2012 è stato condotto uno studio da parte della Banca D’Italia che aveva la finalità di analizzare il rapporto tra le imprese Italiane e gli strumenti derivati con lo scopo specifico di capire quanto questi strumenti fossero diffusi e utilizzati nelle imprese italiane (anche considerando le piccole e medie imprese).

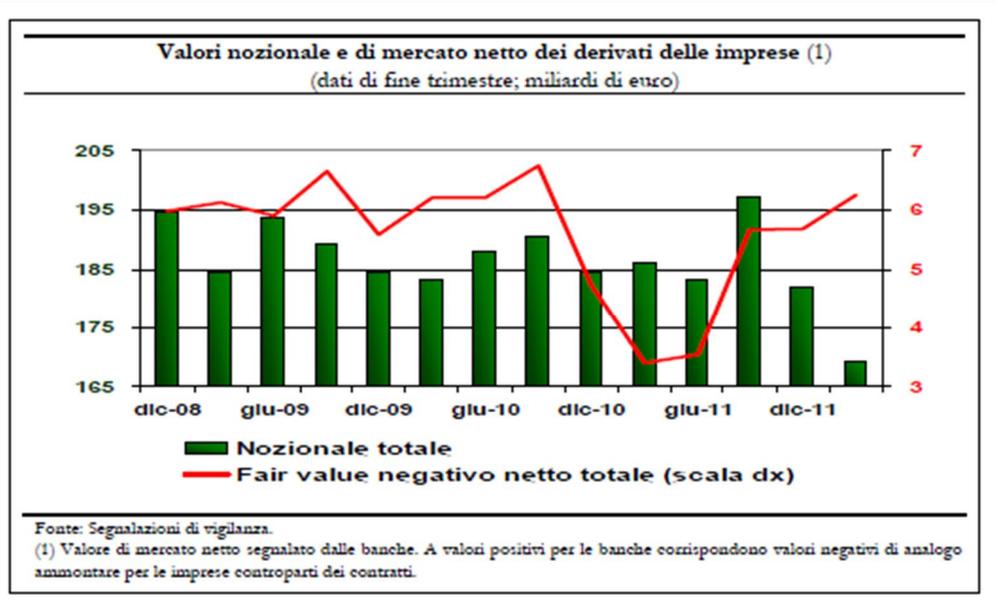


Fig.3. “Valori nozionali e di mercato netto dei derivati delle imprese”
(Fonte: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf)

“I dati raccolti mostrano come i derivati siano uno strumento sempre più diffuso tra le società non finanziarie italiane e come, a marzo del 2012, fossero circa 42.000 i soggetti imprenditoriali ad avere in essere contratti di questo tipo, per un valore nozionale complessivo di 169,3 miliardi di euro e una posizione negativa di 6,3 miliardi di euro”⁶. Inoltre da considerare il fatto che “oltre il 90% del totale del fair value a quella data era costituito da contratti swap mentre la restante quota era rappresentata dai contratti opzionali non incorporati in swap”⁷.

⁵ A. Signorini, “Analisi conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”, Camera dei deputati: Roma 2015

^{6, 7} G. Giudici, R. Sottocornola “Le imprese Italiane e gli strumenti derivati”, Banca d’Italia. (<http://www.borsaitaliana.it/derivati/idem-maazine/gennaio2013/mipqen.htm>)

Dalla figura si può proprio notare questo:

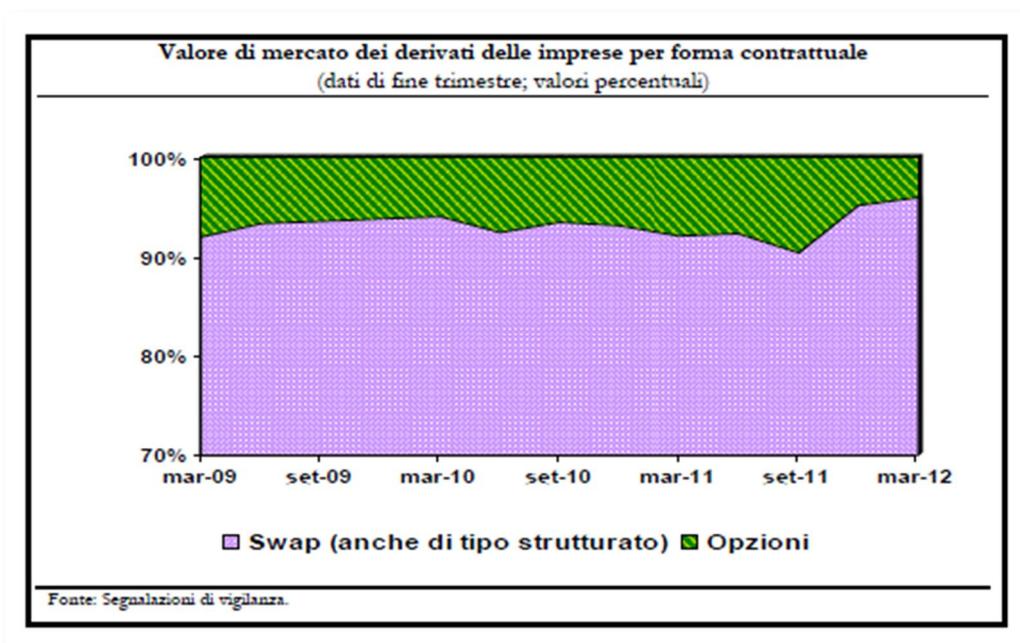


Fig.4. "Valore di mercato dei derivati delle imprese per forma contrattuale"
(Fonte: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf)

Da dove sono stati estrapolati i dati sopra esposti? Con che modalità?

I valori riportati nella pubblicazione sono stati reperiti dagli archivi della centrale dei rischi (CR), nella quale vengono riportati tutti i dati sulle condizioni dell'indebitamento da parte della clientela verso le banche e le società finanziarie, evidenziando eventuali incagli o sofferenze da parte del debitore verso le banche.

Le modalità di raccolta di questi dati si basano sulle segnalazioni poste in essere dalle banche verso CR per le sole posizioni in derivati che presentano un valore intrinseco positivo, dove "il valore intrinseco rappresenta il fair value positivo dei derivati, ovvero il credito riconducibile a tali operazioni vantato dall'intermediario nei confronti dell'impresa alla data di riferimento della segnalazione"⁸.

Nelle segnalazioni sono riportate: il valore intrinseco dei derivati, la forma di contratto, la durata del contratto e la vita residua dello strumento derivato.

E' molto importante considerare che questo metodo di rilevazione dei dati, includendo solo posizioni positive per la banca, privilegia la rilevazione delle imprese che utilizzano come strumento di copertura lo swap.

⁸ M. Graziano, "Le imprese Italiane e gli strumenti derivati", Banca d'Italia. (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf)

Questo perché la banca, applicando inizialmente un mark – up iniziale, per tutelarsi dei rischi di credito e di mercato, vanta subito una posizione positiva nei confronti del cliente e di conseguenza invia già inizialmente la segnalazione alla CR.

Dunque si evidenzia che per le altre tipologie di derivati, come le opzioni, non vengono inviate molto spesso segnalazioni alla centrale dei rischio, pertanto i dati raccolti con questa metodologia (tramite i dati presenti nella CR), si concentrano quasi esclusivamente sulle imprese che hanno almeno una posizione in derivati swap e quindi non riescono a parametrarsi su tutte le tipologie di derivati.

Nonostante ciò va sottolineata la bontà di questo metodo utilizzato per la rilevazione dei dati perché le imprese italiane, come citato in precedenza, utilizzano per il 90% del fair value contratti swap e “utilizzano i derivati over the counter per la gestione del rischio di tasso”⁹.

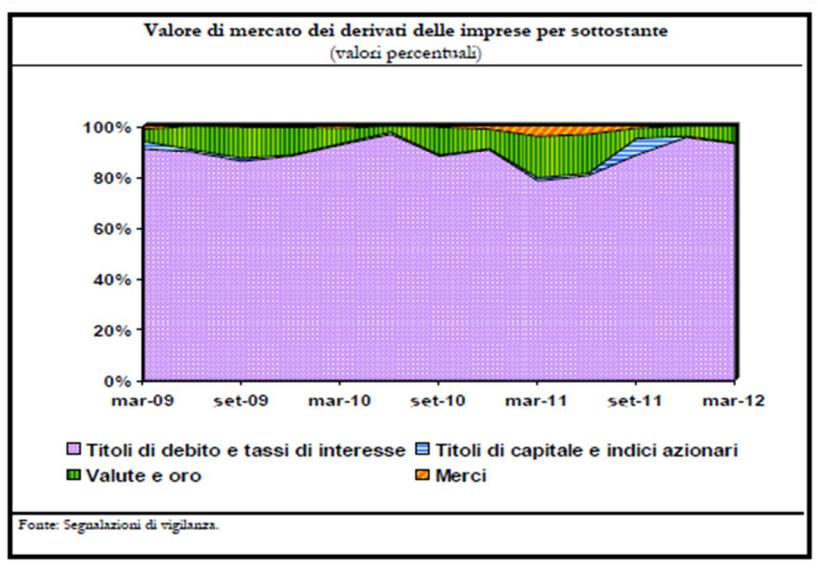


Fig.5. “Valore di mercato dei derivati delle imprese per forma contrattuale”
Fonte: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf

Dopo una panoramica complessiva nel rapporto tra le imprese italiane e gli strumenti derivati, il focus va a concentrarsi sul vero tema della trattazione.

⁹ M. Graziano, “Le imprese Italiane e gli strumenti derivati”, Banca d’Italia. (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf)

Che tipi di imprese italiane utilizzano gli strumenti derivati per la copertura del rischio di cambio? Quali sono le principali tipologie di strumenti derivati sul tasso di cambio utilizzati in Italia (quindi non solo dalle aziende)?

Dallo studio è emerso che *“le imprese che fanno ricorso ai derivati su cambi sono prevalentemente imprese importatrici che effettuano acquisti a termine di valuta per proteggersi dal rischio di una svalutazione del cambio”*¹⁰.

Dalla figura si può anche notare una sorta di correlazione positiva tra il fair value dei derivati sulle valute e il tasso di cambio.

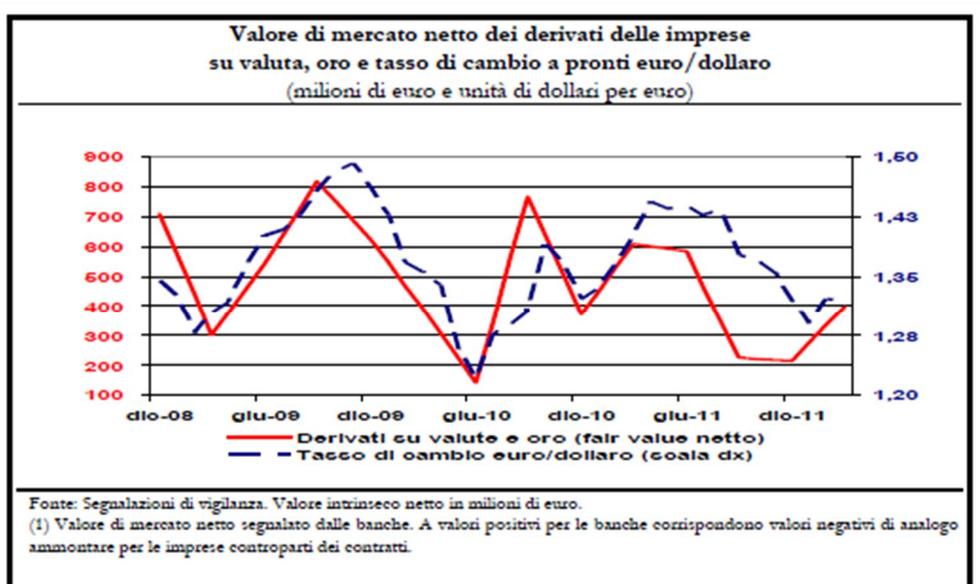


Fig.6. “Valore di mercato netto dei derivati delle imprese sulla valuta”
(Fonte: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf)

Dai dati emersi si può sottolineare come molte aziende esportatrici non utilizzino questi strumenti per la copertura delle proprie esposizioni al rischio di tasso di cambio. Pertanto, riuscire a sensibilizzare le aziende esportatrici a strutturare delle buone strategie di copertura, potrebbe far colmare il “gap” presente con le aziende importatrici, che già si preoccupano della loro copertura, creando un maggiore e migliore utilizzo degli strumenti derivati da parte delle aziende italiane.

¹⁰ M. Graziano, *“Le imprese Italiane e gli strumenti derivati”*, Banca d’Italia. (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/QEF_139.pdf)

In merito alle maggiori tipologie di strumenti derivati utilizzati dalle imprese italiane, da una rilevazione sui prodotti derivati OTC del dicembre 2015, condotta dalla Banca D'Italia, è emerso quanto riportato in tabella.

Tavola 5 - ITALIA - DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO
(ammontari nominali o nozionali in essere a dicembre 2015; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
Forward	357,9	356,6	36,5	64,6	128,3	471,9
Swaps	239,1	210,3	9,6	42,2	98,6	299,9
Opzioni OTC	62,5	60,5	6,5	6,0	23,3	79,5
Vendute	31,6	30,1	3,3	3,1	11,4	39,8
Acquistate	30,9	30,4	3,2	2,9	11,8	39,6
TOTALE	659,5	627,4	52,6	112,8	250,1	851,2

Fig.7. "Derivati sui tassi di cambio"

(Fonte: https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2016-01/Derivati_OTC_dicembre_2015.pdf)

Come si può ben vedere, i principali strumenti derivati utilizzati dalle imprese italiane che riportano i più elevati ammontari nozionali, sono i forward e gli swaps entrambi concentrati principalmente sulla valuta dollaro.

Ciò non toglie la buona diffusione delle opzioni sia in termini di opzioni vendute sia intermini di opzioni acquistate.

3.3 Principali dati e indicatori sull'export Italiano

L'export riveste un'importanza fondamentale nell'economia italiana: molte imprese italiane commercializzano i loro prodotti "all'estero", trovandosi a dover fronteggiare e gestire al meglio il rischio di tasso di cambio.

Per dare una dimensione numerica al fenomeno dell'export italiano, evidenziando l'importanza fondamentale che riveste l'export per l'economia italiana, di seguito verranno riportate una serie di tabelle e indicatori economici che ben evidenziano ogni aspetto dell'export italiano.

	2014	2015	2016 ⁽¹⁾	2017 ⁽²⁾
PII (miliardi di euro a prezzi correnti)	1.413	1.436	1.497	1.481
Tasso di crescita del PII a prezzi costanti (variazioni percentuali) ⁽³⁾	-0,3	0,6	0,9	1,0
PII pro capite alla parità del potere d'acquisto (euro)	26.500	26.900	27.000	27.300
Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo (variazioni percentuali)	0,2	0,1	0,0	0,9
Popolazione (milioni)	60,9	60,9	61,2	61,4
Tasso di disoccupazione (%)	12,6	11,9	11,4	11,2
Indebitamento netto (percentuale sul PII)	-9,0 ⁽⁴⁾	-2,8 ⁽⁵⁾	-2,5	-2,4
Debito Pubblico (percentuale sul PII)	132,5	132,7	132,5	132,0
Export beni & servizi (percentuale sul PII)	29,3	30,2	29,7	31,2
Importi beni & servizi (percentuale sul PII)	24,4	27,0	26,2	27,7
Saldo di conto corrente (miliardi di euro)	30,9	36,0	44,7	39,7
Produzione industriale (variazioni percentuali)	-0,7	1,1	0,8	0,6
Spesa in Ricerca & Sviluppo (percentuale sul PII)	1,28 ⁽⁶⁾	1,4	1,4	1,4
Numero imprese attive	5.148.413	5.144.383	5.135.222 ⁽⁷⁾	5.141.000

Fig.8. "Principali indicatori economici economia Italiana"

(Fonte: https://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/commercio_internazionale/osservatorio_commercio_internazionale/schede_paese/europa/Italia_11_08_2016.pdf)

Dalla tabella sopra riportata si osserva come l'export italiano pesi per circa 1/3 sul valore complessivo del PIL per un ammontare di circa 30 miliardi di euro per l'anno 2016.

Analizzando il peso dell'export italiano nel contesto mondiale, emerge come l'Italia sia l'ottavo paese per dimensioni di export a livello mondiale.

Posizione occupata dall'Italia come esportatore e importatore a livello mondiale e relativa quota di mercato						
	2014		2015		GENNAIO - FEBBRAIO 2016	
	pos.	quota %	pos.	quota %	pos.	quota %
ESPORTATORE	8 ^a	2,8	10 ^a	2,8	8 ^a	2,9

Fig.9. "Posizione dell'Italia nell'Export mondiale"

(Fonte: https://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/commercio_internazionale/osservatorio_commercio_internazionale/schede_paese/europa/Italia_11_08_2016.pdf)

Sviscerando ancora più nel dettaglio l'export italiano, nella tabella sotto riportata si possono visualizzare i principali settori dell'export italiano (intesi come tipologia di merce commercializzata con l'estero), i principali partners commerciali con cui l'Italia sviluppa le principali attività di export e le principali zone esportatrici italiane suddivise tra regioni e province.

Principali settori italiani di export (Classificazione utilizzata: Ateco 2007 a 2 cifre) Periodo: Gennaio - maggio 2016	mln euro	% su export totale Italia
Macchinari e apparecchiature nca	30.665	18,0
Autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	14.050	8,3
Prodotti chimici	11.308	6,6
Prodotti della metallurgia	10.466	6,1
Prodotti alimentari	9.408	5,5
Principali Paesi di destinazione dell'export italiano Periodo: Gennaio - maggio 2016	mln euro	% su export totale Italia
Germania	21.944	12,9
Francia	18.745	11,0
Stati Uniti	15.196	8,9
Regno Unito	9.151	5,4
Spagna	8.700	5,1
Principali regioni italiane esportatrici Periodo: Gennaio - marzo 2016	mln euro	% su export totale Italia
Lombardia	26.793	27,0
Veneto	13.866	14,0
Emilia Romagna	13.394	13,5
Piemonte	10.313	10,4
Toscana	7.612	7,7
Principali province italiane esportatrici Periodo: Gennaio - marzo 2016	mln euro	% su export totale Italia
Milano	9.133	9,2
Torino	4.955	5,0
Vicenza	3.990	4,0
Bergamo	3.496	3,5
Brescia	3.480	3,5

Fig.10. "Settori, regioni e province dell'export italiano"

(Fonte: https://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/commercio_internazionale/osservatorio_commercio_internazionale/schede_paese/europa/Italia_11_08_2016.pdf)

E' molto interessante osservare le varie tipologie di prodotti che l'Italia esporta verso i propri partners commerciali esteri (tra cui si riscontra l'importante relazione commerciale con gli stati uniti). I prodotti esportati vanno dalla vendita di macchinari fino alla più decantata e popolare esportazione di prodotti alimentari "Made in Italy". Da sottolineare anche la rilevanza delle esportazioni inerenti il settore calzaturiero, nonostante negli'ultimi anni si sia registrata una considerevole flessione nelle esportazioni di questo specifico settore.

Pos.	Prodotto (**)	2014		2015		Gen. - mag. 2015		Gen. - mag. 2016	
		min euro	peso %	min euro	peso %	min euro	peso %	min euro	peso %
13	Calzature	8.741	2,2	8.955	2,2	3.668	2,2	3.803	2,2

Fig.11. "Export italiano nel settore calzaturiero"

(Fonte: http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/commercio_internazionale/osservatorio_commercio_internazionale/statisti_che_import_export/prodotti_export)

3.4 Analisi di un ipotetico caso di esportazione di una commessa di calzature

In questo paragrafo verrà riportato e analizzato un ipotetico caso di un'azienda italiana che dovrà effettuare una commessa di calzature per dei clienti domiciliati in America (U.S.A). L'azienda italiana dovrà esportare calzature in America e uno degli obiettivi principali per l'azienda è cercare di tutelare il proprio utile da eventuali effetti negativi derivanti dall'oscillazione del tasso di cambio della valuta estera (dollaro).

Per far ciò verranno proposte delle strategie di copertura, basate sull'utilizzo di alcuni strumenti derivati, che l'azienda esportatrice italiana potrebbe utilizzare per limitare il proprio rischio di tasso di cambio.

L'analisi sarà concentrata nell'evidenziare eventuali benefici o effetti negativi derivanti dall'utilizzo delle strategie di copertura proposte o causati dalla non copertura.

3.4.1 Spiegazione del metodo utilizzato per l'analisi dei dati

Di seguito verrà illustrato il ragionamento cardine su cui è basata l'analisi teorico-empirica di questo elaborato.

Un'azienda moderna che sviluppa rapporti commerciali continuativi con l'estero usualmente non ha interesse a coprire sistematicamente l'intero ammontare delle esposizioni. In questo modo può sfruttare eventuali oscillazioni favorevoli del tasso di cambio ed eventuali variazioni sfavorevoli tendenzialmente vengono compensate in media nel tempo, grazie alla continuità dei rapporti commerciali nei vari periodi temporali.

Questo però non è assolutamente un motivo valido per il quale l'azienda non dovrebbe strutturare delle strategie di gestione e copertura del rischio di tasso di cambio, perché, una non gestione di tale rischio, può vanificare l'utile aziendale derivante dall'attività di export verso l'estero.

Per questo motivo un'azienda dovrebbe sempre pianificare e prefissarsi un obiettivo nella gestione del rischio di tasso di cambio nel breve periodo, quantificando l'ammontare minimo tollerato di valuta nazionale da incassare dalla conversione del ricavato in valuta estera derivante dalla vendita della merce.

Ma qual è lo strumento "contabile" che può essere utilizzato da un'azienda per identificare e quantificare numericamente la propria esposizione al rischio di cambio nel breve periodo?

Tale strumento può essere identificato nel budget previsionale finanziario ed economico di breve periodo che di norma viene sviluppato in un contesto aziendale.

Il budget previsionale è una sorta di "bilancio previsionale" dove l'azienda va a proiettare e quantificare gli ipotetici effetti finanziari ed economici derivanti dalle future strategie aziendali che verranno implementate. Pertanto è uno strumento dove l'azienda può inserire le stime degli incassi in valuta previsti, derivanti dalle commesse estere, stimando numericamente gli effetti che tali commesse possono avere sul totale dei flussi in entrata e pertanto sull'utile netto finale.

Dunque l'impresa può utilizzare il budget per quantificare gli effetti futuri derivanti dagli incassi delle commesse estere in termini di flussi in entrata e di utile.

Considerando però, il caso in cui l'azienda fatturi all'estero in divisa straniera, qual è il tasso di cambio di conversione sul quale l'azienda va a parametrare e dunque a calcolare i valori iniziali riportati nel budget?

L'azienda definisce a priori un tasso di cambio che può essere nominato "Cambio Budget" che è quel tasso di cambio sul quale l'azienda parametrizza la conversione dei ricavi in valuta estera nella valuta locale e quindi sul quale sono calcolati e parametrati tutti i valori risultanti nel budget previsionale iniziale.

Ciò premesso per dire che l'analisi empirica svolta in questo elaborato si basa sull'osservazione, sull'analisi e sulla valutazione delle variazioni nei valori presenti nel budget finanziario ed economico dell'azienda (causate dalle oscillazioni del tasso di cambio €/€) a seguito dell'utilizzo di alcune strategie di copertura con strumenti derivati, con l'obiettivo di osservare eventuali benefici, in termini di un maggior utile, derivanti dalla copertura rispetto alla non copertura.

3.4.2 Spiegazione e analisi numerica dell'ipotetico caso di esportazione

Il caso analizzato raffigura un'azienda italiana che ha ricevuto a dicembre (2015) una commessa riguardante la fornitura di calzature per un cliente estero americano con data di regolazione 31 Marzo 2016.

L'azienda italiana ha scelto di fatturare l'importo della commessa nella valuta estera (\$), pertanto alla data di regolazione riceverà il pagamento in dollari e dovrà riconvertire l'importo nella valuta nazionale cioè in €.

L'importo della commessa di calzature ammonta ad un valore di 133.200 \$, su tale valore l'azienda italiana va ad elaborare un budget finanziario e un budget economico fissando il cambio budget al valore di 1,11 €/€.

Di seguito viene riportata la prima parte del budget finanziario aziendale dove viene effettuata la conversione dell'ammontare delle vendite in valuta straniera nell'ammontare in valuta nazionale utilizzando il cambio budget prefissato dall'azienda, ottenendo così il totale dei flussi in entrata derivanti dalla commessa estera in valuta nazionale (€).

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America					
		Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA					
<i>Vendite in US\$</i>					133.200
Tasso di cambio di Budget Usd/euro	0,901				
Tasso di cambio di Budget euro/Usd	1,11				
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA (in euro)					120.000

Fig. 12. "Conversione importo complessivo commessa estera in valuta nazionale al cambio budget"

Emerge un totale flussi in entrata in € di 120.000 derivante dal rapporto:

$$\frac{133.200\$}{1.11\text{€}/\$} = 120.000\text{€}$$

Ciò premesso viene a costituirsi il seguente budget finanziario:

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America				
	Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA				
<i>Vendite merce</i>			120.000	120.000
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA				120.000
FLUSSI IN USCITA				
<i>Flussi da costi variabili:</i>				
<i>Acquisti materie prime</i>		10.000	5.000	15.000
<i>Acquisto servizi da terzi</i>		3.000	1.000	4.000
<i>Spese energia elettrica</i>		5.000	2.000	7.000
<i>Pubblicità</i>		2.000	1.000	3.000
<i>Flussi da costi fissi:</i>				
<i>Salarie stipendi</i>		20.000	20.000	40.000
<i>Spese di manutenzione</i>		500	500	1.000
<i>Costi per i locali</i>		3.000	3.000	6.000
<i>assicurazioni</i>		2.000	2.000	4.000
TOTALE FLUSSI IN USCITA OPERATIVI		45.500	34.500	80.000
<i>Investimenti in immobilizzazioni</i>			3.000	3.000
<i>Imposte</i>			5.000	5.000
TOTALE FLUSSI IN USCITA DA GESTIONE FINANZIARIA E INVESTIMENTI				8.000
TOTALE FLUSSI IN USCITA				88.000
<i>Debiti Vs Banche a inizio periodo</i>		-10.000	-20.000	-15.000
<i>Debiti Vs Banche a fine periodo</i>		-20.000	-15.000	-30.000
<i>Oneri finanziari</i>				-3.000
<i>Debiti banca dopo pagamento oneri</i>				-48.000

Fig.13. "Budget finanziario – Commessa calzature "

Il budget economico derivante dai risultati riportati nel budget finanziario risulta:

Budget Economico (in euro)		31-mar
<i>ricavi di vendita</i>		120.000
<i>costi variabili</i>		29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE		91.000
<i>costi fissi</i>		51.000
EBITDA		40.000
<i>Acc. Fondo ammortamento</i>		15.000
EBIT		25.000
<i>Oneri finanziari</i>		-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE		28.000
<i>imposte</i>		20.000
UTILE NETTO		8.000

Fig.14. "Budget economico – Commessa calzature "

Dai Budget visualizzati, che utilizzano come cambio budget 1,11 €/€, emerge che l'azienda Italiana si aspetta di ottenere dalla commessa estera di calzature un totale di flussi in entrata pari a 120.000 € ed un utile netto di 8.000€.

Questi valori sono molto importanti perché costituiscono la base di partenza per analizzare l'efficacia o meno delle strategie di copertura con gli strumenti derivati.

In particolare si andrà ad analizzare come varia l'utile netto con l'applicazione e la non applicazione delle strategie di copertura, evidenziando eventuali diminuzioni dell'utile netto derivanti dalla mancato utilizzo delle strategie di copertura.

3.4.2.1 Copertura tramite Forward

Si andrà ora ad analizzare cosa succede se l'azienda italiana decide di coprirsi utilizzando un forward, cioè "andando corta" su forward.

Si ipotizza il caso in cui un'azienda italiana negozi con una banca un forward a 3 mesi con scadenza in data 31 Marzo 2016, dove la banca si impegna ad acquistare 133.200 \$ ad un tasso di cambio prestabilito di 1,11€/€, esattamente pari al cambio budget fissato dall'azienda al momento della redazione dei budget iniziali.

Così facendo l'azienda si trova nella posizione corta del contratto forward e si impegna a vendere alla controparte un importo di 133.200 \$ incassando 120.000 € alla scadenza prestabilita, che corrisponde esattamente all'introito derivante dalla commessa di calzature convertito allo stesso tasso di cambio utilizzato per la redazione dei budget (1,11€/€). Quindi l'azienda fissando il cambio a 1,11 €/€ non risulta soggetta ad alcuna variazione di tasso di cambio e pertanto sia i flussi totali in entrata che l'utile netto

rimangono inalterati rispetto ai valori calcolati nei budget al cambio budget di 1,11 €/\$. Questo comporta che l'azienda andando corta sul forward risulta pienamente coperta dal rischio di tasso di cambio, bloccandolo a 1,11€/\$, tanto che i due parametri fondamentali (flussi in entrata totali e utile netto) non variano rispetto a quelli determinati nei budget di partenza.

Si osservi invece cosa succede ai flussi totali in entrata e all'utile netto quando non viene utilizzato il contratto forward e il tasso, libero di oscillare, finisce al valore 1,13€/\$.

Budget finanziario (in euro) Commessa calzatura in America						
			Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA						
Moneta in USD						133.200
Tasso di cambio di forward euro/Usd	1,11					
Tasso di cambio Budget euro/Usd	1,11					
Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd	1,13					
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON FORWARD(in euro)						120.000
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura(in euro)						117.876
PERDITA DERIVANTE DALLA NON COPERTURA SUL TOTALE FLUSSI(in euro)						-2.124

Fig.15. "Conversione importo complessivo commessa estera in valuta nazionale al cambio 1.13 €/ \$"

Con il tasso di cambio a 1,13 €/ \$ la conversione dei flussi totali da € a € genera:

$$\frac{133.200\$}{1.13\text{€}/\$} = 117.876\text{€}$$

E questo porta a una differenza negativa rispetto al totale flussi in entrata generato con la copertura tramite forward:

$$117.876 \text{ €} - 120.000 \text{ €} = - 2.124 \text{ €}$$

La diminuzione dei totale flussi incassati si va a ripercuotere sul budget economico, più precisamente causa la diminuzione dell'utile netto per l'azienda:

Budget Economico (in euro)	
	31-mar
ricavi di vendita	117.876
costi variabili	29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	88.876
costi fissi	51.000
EBITDA	37.876
Acc. Fondo ammortamento	15.000
EBIT	22.876
Oneri finanziari	-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE	25.876
imposte	20.000
UTILE NETTO	5.876

Fig.16. "Budget economico senza copertura forward – Commessa calzature "

Come si può ben osservare, senza copertura l'azienda otterrebbe un utile di 5.876 € inferiore agli 8.000 € che otterrebbe con la copertura tramite forward.

Pertanto l'azienda subisce una perdita sull'utile netto, derivante dall'oscillazione sfavorevole del tasso di cambio, a causa della mancata copertura del rischio di cambio tramite il contratto forward. L'utile netto che viene perso dall'azienda è pari a:

$$5.876 \text{ €} - 8.000 \text{ €} = -2.124 \text{ €}$$

Questo mette in evidenza come la strategia di copertura avrebbe permesso di evitare la perdita subita dall'azienda sull'utile netto e quindi per l'azienda sarebbe stato meglio implementare la strategia piuttosto di lasciarsi esposta, senza copertura, alle oscillazioni del tasso di cambio €/\$.

Si è voluto poi analizzare dal punto di vista grafico sia la strategia di copertura tramite la posizione corta sul contratto forward sia l'assenza di copertura da parte dell'azienda ed è emerso il seguente grafico.

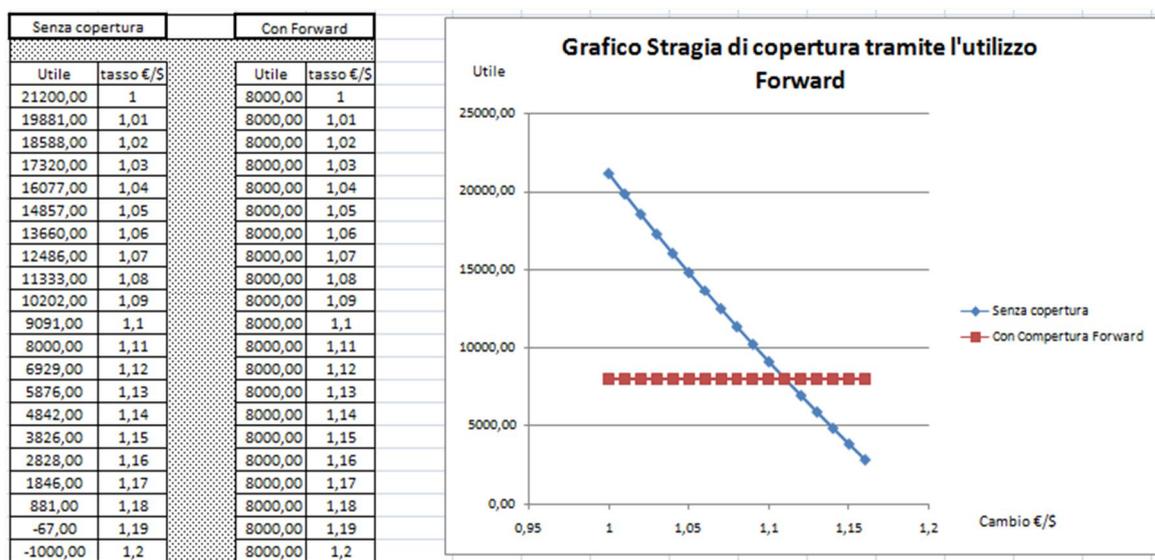


Fig.17. "Grafico rappresentativo posizione con copertura forward e posizione senza copertura forward"

Come si può osservare dal grafico la strategia di copertura tramite il contratto forward blocca il tasso di cambio a 1,11€//\$ a prescindere dalle reali oscillazioni del tasso di cambio. Questa situazione permette all'azienda di mantenere un utile costante di 8.000 € a prescindere dal tasso di cambio in essere al momento della scadenza del 31 Marzo 2016.

Per evidenziare questo sono stati simulati tutta una serie di tassi di cambio favorevoli e non favorevoli all'azienda italiana, ma, come emerge dalla linea rossa orizzontale, per qualsiasi livello di tasso presente alla scadenza, l'utile netto aziendale rimane sempre invariato a 8.000 € perché con il contratto di forward l'azienda fissa il tasso di conversione alla scadenza a quota 1,11 €/\$.

Se l'azienda invece non implementasse la strategia di copertura si troverebbe "in balia" delle oscillazioni del tasso di cambio libero di oscillare nel tempo, non potendo definire a priori il tasso di cambio presente.

Pertanto, come si può vedere dalla linea blu obliqua, l'azienda avrebbe un vantaggio in termini di utile netto se il tasso di cambio fosse inferiore al livello di 1,11 €/€/\$ potendo sfruttare così il rafforzamento del dollaro; mentre, se il tasso di cambio fosse maggiore a 1,11 €/€, l'azienda subirebbe una perdita in termini di utile netto a causa dell'indebolimento del dollaro.

In conclusione, se l'azienda implementasse la strategia di copertura tramite forward, riuscirebbe a definire a priori il tasso di cambio al quale convertire i dollari incassati in euro eliminando l'incertezza sull'ammontare ottenuto dalla conversione in euro e pertanto eliminando il rischio di tasso di cambio incombente sull'esposizioni della commessa di calzature, ottenendo una copertura completa anche se non dinamica.

3.4.2.2 Copertura tramite l'acquisto di un'opzione put

Adesso verrà analizzato il caso in cui l'azienda italiana decida di coprirsi utilizzando l'acquisto di opzioni put \$: andare lungo su un'opzione put \$ significa comprare un'opzione che permette di vendere dollari ottenendo euro a un determinato tasso prestabilito.

Il ragionamento parte dall'ipotesi che l'azienda acquista le opzioni put \$ pagandole in euro e per semplicità i tassi di cambio vengono sempre espressi nel formato €/€/\$.

Si analizza il caso in cui l'azienda italiana negozi con una banca l'acquisto di opzioni put \$ europee a 3 mesi con scadenza in data 31 Marzo 2016 per coprire l'esposizione in \$ della commessa di calzature.

Ogni singola opzione put \$ ha un costo e l'azienda intende comprare delle opzioni put \$ con uno strike price a 1,11 €/\$, per coprire l'ammontare complessivo dell'esposizione in dollari di 133.200 \$ derivante dalla commessa.

La banca per un'opzione put \$, acquistata in euro dall'azienda, richiede un "ask price" di 0,016667, pertanto l'azienda spende un ammontare complessivo di 2.000 € per coprire l'intera esposizione di 133.200 \$, che convertita in € al tasso di cambio stabilito come strike price di 1,11 €/\$, risulta essere pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.11\text{€/}\$} = 120.000\text{€}$$

(valore dell'esposizione in €)

Così facendo, l'azienda si riserva la facoltà di poter attivare o meno l'insieme di opzioni, garantendosi la possibilità in data 31 Marzo 2016 di vendere 133.200 \$ al tasso strike di 1,11 €/\$, fissando così il tasso di conversione e stabilendo l'ammontare che potrà ricevere in €, pari a 120.000 €.

L'azienda, per riservarsi questa facoltà, deve sostenere il costo di 2.000 € per l'acquisto delle opzioni put e questo costo va direttamente ad impattare sul totale dei flussi in entrata e sull'utile netto, andandoli a diminuire.

Anche in questo caso l'azienda mantiene come cambio budget (per elaborare i budgets iniziali) il valore di 1,11 €/€ e di conseguenza i valori del totale flussi in entrata e dell'utile netto rimangono i medesimi di quelle riportati nella figura 13 e 14, cioè 120.000 € e 8.000€. L'azienda sceglie di fissare lo strike price delle opzioni al tasso di cambio 1,11 €/€: in questo modo il totale flussi in entrata e l'utile netto risultano nei nuovi budgets finanziario ed economico appaiono essere uguali ai valori riportati nei budgets finanziario ed economico di partenza, ma al netto dei costi sostenuti per l'acquisto delle opzioni. Questo ragionamento vale solo per i casi in cui l'azienda attivi l'opzione. Numericamente i due valori derivanti dalla strategia di copertura tramite l'acquisto di opzioni put risultano essere:

- Totale flussi in entrata: 120.000 € - 2.000 € = 118.000 €
- Utile netto: 8.000 – 2.000 = 6.000 €

Questi valori posso essere meglio visualizzati osservando la figura sotto riportata:

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America				
	Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA				
Vendite in USD				\$ 133.200
COSTI DI COPERTURA:				
Strike price €/S			1,11	
prezzo di acquisto dell'opzione put (in euro)			2.000	
Tasso di cambio di Budget €/S			1,11	
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON ACQUISTO OPZIONE PUT (in euro)				118.000

Prezzo acquisto opzioni put utilizzabili per la completa copertura dell'esposizione		
Scadenza	Strike price	Prezzo opzione €/S
Marzo	1,11	0,0167

Budget Economico (in euro)	
	31-mar
ricavi di vendita	118.000
costi variabili	29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	89.000
costi fissi	51.000
EBITDA	38.000
Acc. Fondo ammortamento	15.000
EBIT	23.000
Costi finanziari	-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE	26.000
imposte	20.000
UTILE NETTO	6.000

Fig.18. "Principali variazioni nel Budget finanziari ed economico derivanti dal costo dell'acquisto delle opzioni put"

Il valori sopra riportati rappresentano il totale dei flussi in entrata e l'utile netto nel caso in cui l'azienda italiana decida di coprire l'esposizione, derivante dalla commessa di scarpe in America, utilizzando l'acquisto di opzioni put e tali valori rimangono inalterati solo nei casi in cui l'azienda attivi le opzioni put.

Ciò premesso, sono stati analizzati tre possibili casi, derivanti da tre tassi di cambio differenti, ipotizzando la situazione in cui l'azienda non utilizzasse nessun tipo di copertura per vedere l'impatto che l'azienda subirebbe sul totale dei flussi in entrata e nell'utile netto, confrontando il tutto con il caso di copertura tramite l'acquisto delle opzioni put.

I tre casi sono i seguenti: tasso di cambio alla scadenza pari a 1,14 €/S, tasso di cambio alla scadenza pari a 1,16 €/S e tasso di cambio alla scadenza pari a 1,10 €/S.

Si andrà pertanto ad analizzare caso per caso osservando gli effetti che ha ogni singolo tasso di cambio sul totale dei flussi in entrata e sull'utile netto dei vari budget che emergono dalla non implementazione della strategia di copertura.

1^a Caso : Tasso di cambio alla scadenza pari a 1,14 €//\$

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America				
	Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA				
Vendite in USD				\$ 133.200
COSTI DI COPERTURA:				
Strike price €//\$	1,11			
prezzo di acquisto dell'opzione put (in euro)	2.000			
Tasso di cambio di Budget €//\$	1,11			
1) Caso Tasso di cambio spot 31Marzo euro/Usd			1,14	
1)CASO TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON ACQUISTO OPZIONE PUT (in euro)				118.000
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura (in euro)				116.842
PERDITA DERIVANTE DALLA NON COPERTURA (in euro)				-1.158

Budget Economico (in euro)	
1 CASO	31-mar
ricavi di vendita	116.842
costi variabili	29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	87.842
costi fissi	51.000
EBITDA	36.842
Acc. Fondo ammortamento	15.000
EBIT	21.842
Oneri finanziari	-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE	24.842
imposte	20.000
UTILE NETTO	4.842
Differenza dall'UTILE ottenuto con copertura	-1.158
Effetto negativo derivante dalla non copertura	-1.158

Fig.19. "Principali variazioni nel budget finanziario ed economico derivanti dal caso di non copertura: cambio 1,14 €//\$"

Con il tasso di cambio pari a 1,14 €//\$ il totale flussi in entrata diventa pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.14\text{€/}\$} = 116.842\text{€}$$

Pertanto senza copertura l'azienda risulta avere un a perdita nel valore totale dei flussi in entrata, rispetto ai quelli che avrebbe con la copertura, pari a:

$$116.842 \text{ €} - 118.000 \text{ €} = - 1.158 \text{ €}$$

Considerando il valore l'utile netto anche in questo caso l'azienda senza copertura risulta avere una perdita nel utile netto, rispetto all'utile ottenuto con la copertura, pari a :

$$6.000 \text{ €} - 4.842 \text{ €} = - 1.158 \text{ €}$$

Entrambi i valori risultanti dalla non copertura risultano essere peggiorativi per l'azienda rispetto ai valori ottenuti con la copertura, questo pone in evidenza gli effetti positivi della copertura salvaguardando flussi totali e utile netto aziendale.

2^ Caso : Tasso di cambio alla scadenza pari a 1,16 €//\$

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America					
		Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA					
Vendite in USD					\$ 133.200
COSTI DI COPERTURA:					
Strike price €//\$				1,11	
prezzo di acquisto dell'opzione put (in euro)				2.000	
Tasso di cambio di Budget €//\$		1,11			
2) Caso Tasso di cambio spot 31Marzo euro/Usd				1,16	
2)CASO	TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON ACQUISTO OPZIONE PUT(in euro)				118.000
	TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura(in euro)				114.828
	PERDITA DERIVANTE DALLA NON COPERTURA (in euro)				-3.172

Budget Economico (in euro)	
2 CASO	
	31-mar
ricavi di vendite	114.828
costi variabili	29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	85.828
costi fissi	51.000
EBITDA	34.828
Acc. Fondo ammortamento	15.000
EBIT	19.828
Oneri finanziari	-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE	22.828
imposte	20.000
UTILE NETTO	2.828
Differenza dall'UTILE ottenuto con copertura	-3.172
Effetto negativo derivante dalla non copertura	-3.172

Fig.20. "Principali variazioni nel budget finanziario ed economico derivanti dal caso di non copertura : cambio 1,16 €//\$"

Con il tasso di cambio pari a 1,16 €//\$ il totale flussi in entrata diventa pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.16\text{€}/\$} = 114.828\text{€}$$

Pertanto senza copertura l'azienda risulta avere un a perdita nel valore totale dei flussi in entrata, rispetto ai quelli che avrebbe con la copertura, pari a:

$$114.828 \text{ €} - 118.000 \text{ €} = - 3.172 \text{ €}$$

Considerando il valore l'utile netto anche in questo caso l'azienda senza copertura risulta avere una perdita nel utile netto, rispetto all'utile ottenuto con la copertura, pari a :

$$6.000 \text{ €} - 2.828 \text{ €} = - 3.172 \text{ €}$$

Entrambi i valori risultanti dalla non copertura risultano essere peggiorativi per l'azienda rispetto ai valori ottenuti con la copertura, molto di più rispetto il primo caso perché in questa circostanza viene subito dall'azienda l'indebolimento del dollaro.

3^a Caso : Tasso di cambio alla scadenza pari a 1,10 €//\$

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America					
	Gennaio	Febbraio	Marzo		TOT
FLUSSI IN ENTRATA					
Vendite in USD				\$	133.200
COSTI DI COPERTURA:					
Strike price €//\$				1,11	
prezzo di acquisto dell'opzione put (in euro)				2.000	
Tasso di cambio di Budget €//\$				1,11	
1) Caso Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd				1,14	
2) Caso Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd				1,16	
3) Caso Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd				1,1	
3)CASO					
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON ACQUISTO OPZIONE PUT (in euro)					119.091
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura (in euro)					121.091
GUADAGNO DERIVANTE DALLA NON ATTIVAZIONE DELL'OPZIONE (in euro)					2.000

Budget Economico (in euro)		Budget Economico (in euro)	
utile con copertura tramite acquisto put		3 CASO	
	31-mar		31-mar
ricavi di vendita	119.091	ricavi di vendita	121.091
costi variabili	29.000	costi variabili	29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	90.091	MARGINE DI CONTRIBUZIONE	92.091
costi fissi	51.000	costi fissi	51.000
EBITDA	39.091	EBITDA	41.091
Acc. Fondo ammortamento	15.000	Acc. Fondo ammortamento	15.000
EBIT	24.091	EBIT	26.091
Oneri finanziari	-3.000	Oneri finanziari	-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE	27.091	UTILE ANTE IMPOSTE	29.091
imposte	20.000	imposte	20.000
UTILE NETTO	7.091	UTILE NETTO	9.091

Differenza dall'UTILE ottenuto con copertura	2.000
Effetto positivo della non attivazione dell'opzione	2.000

Fig.21. "Principali variazioni nel Budget finanziari ed economico derivanti dal caso di non copertura : cambio 1,10 €//\$"

A questo tasso l'azienda non esercita l'opzione, ne paga il costo, ma l'utile che ne deriva è pari all'utile senza copertura meno il costo di 2.000 €, cioè 7.091 € e non più 6.000 €. Con il tasso di cambio pari a 1,10 €//\$ il totale flussi in entrata diventa pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.10\text{€}/\$} = 121.091\text{€}$$

In questo caso l'azienda senza copertura risulta avere un guadagno nel valore totale dei flussi in entrata, rispetto ai quelli che avrebbe con la copertura, pari a:

$$121.091 \text{ €} - 119.091 \text{ €} = + 2.000$$

Considerando il valore l'utile netto in questo caso l'azienda senza copertura risulta avere un maggior nel utile netto, rispetto all'utile ottenuto con la copertura, pari a :

$$9.091 \text{ €} - 7.091 \text{ €} = + 2.000$$

In questo caso, essendo il cambio favorevole 1,10 €/\$, l'azienda è penalizzata dal costo sostenuto di 2.000 € per acquistare le opzioni put che non verranno esercitate, pertanto in questo caso risulterebbe conveniente per l'azienda non applicare la strategia di copertura che utilizza l'acquisto delle opzioni.

Analizzando dal punto di vista grafico sia la strategia di copertura tramite l'acquisto di opzioni put che l'assenza di strategia di copertura, emerge questa rappresentazione.

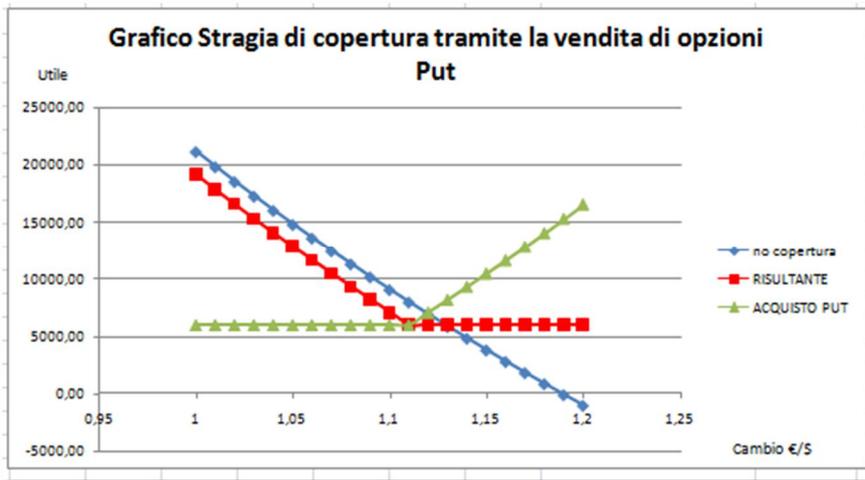


Fig.22. "Grafico rappresentativo posizione con copertura acquisto opzione put e posizione senza copertura"

Senza copertura		Risultato copertura		Opzione Put	
Utile	tasso €/S	Utile - costo delle Opzioni	tasso €/S	Utile	tasso I/\$
21200,00	1	19200,00	1	6000,00	1
19881,00	1,01	17881,00	1,01	6000,00	1,01
18588,00	1,02	16588,00	1,02	6000,00	1,02
17320,00	1,03	15320,00	1,03	6000,00	1,03
16077,00	1,04	14077,00	1,04	6000,00	1,04
14857,00	1,05	12857,00	1,05	6000,00	1,05
13660,00	1,06	11660,00	1,06	6000,00	1,06
12486,00	1,07	10486,00	1,07	6000,00	1,07
11333,00	1,08	9333,00	1,08	6000,00	1,08
10202,00	1,09	8202,00	1,09	6000,00	1,09
9091,00	1,1	7091,00	1,1	6000,00	1,1
8000,00	1,11	6000,00	1,11	6000,00	1,11
6929,00	1,12	6000,00	1,12	7091,00	1,12
5876,00	1,13	6000,00	1,13	8202,00	1,13
4842,00	1,14	6000,00	1,14	9333,00	1,14
3826,00	1,15	6000,00	1,15	10486,00	1,15
2828,00	1,16	6000,00	1,16	11660,00	1,16
1846,00	1,17	6000,00	1,17	12857,00	1,17
881,00	1,18	6000,00	1,18	14077,00	1,18
-67,00	1,19	6000,00	1,19	15320,00	1,19
-1000,00	1,2	6000,00	1,2	16588,00	1,2

Fig.23. "Tabella con i valori inseriti nel grafico figura 22"

La risultante della copertura evidenzia come con tassi superiori allo strike price di 1,11 €/\$, l'opzione si attiva riportando il tasso a 1,11 €/\$, riconducendo il livello dell'utile netto sempre al valore di 6.000 €. Mentre, se i tassi sono inferiori allo strike price, le opzioni non vengono attivate e l'azienda sfrutta liberamente il tasso favorevole con un incremento dell'utile al netto del costo di 2.000 € sostenuto per l'acquisto delle opzioni (questo si nota dallo scostamento tra la linea rossa e la linea blu).

Infatti, osservando il valore dell'utile netto risultante dalla copertura, al tasso di 1,10 €/\$, si va a constatare che tale valore deriva dalla sottrazione tra l'utile netto senza copertura e il costo di acquisto delle opzioni:

$$9091 \text{ €} - 2.000 \text{ €} = 7.091 \text{ €}$$

3.4.2.3 Copertura tramite Collar

Infine verrà analizzato il caso in cui l'azienda italiana decide di coprirsi utilizzando congiuntamente l'acquisto di opzioni put \$ vendendo nel contempo opzioni call \$ costituendo così un cilindro o "collar".

Il ragionamento parte dall'ipotesi che l'azienda acquista le opzioni put \$ pagandole in euro, stessa cosa per la vendita delle opzioni call incassando euro e per semplicità i tassi di cambio vengono sempre espressi nel formato €/\$.

Si analizza il caso in cui l'azienda italiana negozi con una banca l'acquisto di opzioni put \$ europee a 3 mesi con scadenza in data 31 Marzo 2016 per coprire l'esposizione in \$ della commessa di calzature.

Nel contempo l'azienda italiana negozia con un'altra banca la vendita di opzioni call \$ europee sempre a 3 mesi con la medesima scadenza delle opzioni put, 31 Marzo 2016. Ogni singola opzione put \$ ha un costo e l'azienda intende comprare delle opzioni put \$ con uno strike price a 1,11 €/\$, per coprire l'ammontare complessivo dell'esposizione in dollari di 133. 200 \$ derivante dalla commessa.

La banca per un'opzione put \$, acquistata in euro dall'azienda, richiede un "ask price" di 0,016667, pertanto l'azienda spende un ammontare complessivo di 2.000 € per coprire l'intera esposizione di 133.200 \$, che convertita in € al tasso di cambio stabilito come strike price di 1,11 €/\$, risulta essere pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.11\text{€}/\$} = 120.000\text{€}$$

(valore dell'esposizione in €)

Ovviamente anche ogni singola opzione call \$ ha un costo per la banca acquirente e l'azienda intende vendere delle opzioni call \$ con uno strike price a 1,09 €/\$, per controbilanciare i soldi spesi per l'acquisto delle opzioni put \$.

L'azienda per un'opzione call \$, venduta in euro, richiede un "bid price" di 0,01583, pertanto l'azienda incassa un ammontare complessivo di 1.900 € che va a rimborsare parzialmente l'ammontare speso dall'azienda. L'azienda vende opzioni call per un importo parametrato sempre sul valore dell'intera esposizione di 133.200 \$ o 120.000 in €.

Così facendo, l'azienda da un lato si riserva la facoltà di poter attivare o meno l'insieme di opzioni garantendosi la possibilità, in data 31 Marzo 2016, di fissare il tasso di cambio a 1,11 €/\$. L'azienda per riservarsi questa facoltà deve sostenere il costo di 2.000 € per l'acquisto delle opzioni put e questo costo va direttamente ad impattare sul totale dei flussi in entrata e sull'utile netto andandoli a diminuire.

Dall'altro lato la banca acquirente si riserva la facoltà di poter attivare o meno l'insieme di opzioni call garantendosi la possibilità, in data 31 Marzo 2016, di fissare il tasso di cambio a 1,09 €/\$. La banca, per riservarsi questa facoltà, deve sostenere il costo di 1.900 € per l'acquisto delle opzioni call e questo è un ricavo per l'azienda che va direttamente ad impattare sul totale dei flussi in entrata e sull'utile netto andandoli ad aumentare.

I valori del totale flussi in entrata e dell'utile netto dovranno essere osservati caso per caso.

Da tenere presente che, ai vari valori dei totali flussi in entrata per i vari casi, deve essere sottratto già in partenza l'importo di 100 € derivante dalla differenza tra i soldi spesi per l'acquisto delle opzioni put e i soldi incassati dalla vendita delle opzioni call:

$$+ 1.900 \text{ €} - 2.000 \text{ €} = - 100 \text{ €}$$

Tutto ciò che è stato esposto finora riguardo alla strutturazione del collar viene ben riassunto dalla figura sotto riportata che riporta tutti i parametri descritti in precedenza.

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America				
	Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA				
Vendite in USD				133.200
COSTI DI COPERTURA:				
Strike price acquisto put	1,11			
Strike price vendita call	1,09			
prezzo di acquisto dell'opzine put (in euro)	2.000			
prezzo di vendita dell'opzine call (in euro)	1900			
Tasso di cambio di Budget euro/Usd	1,11			

Prezzo acquisto opzione put utilizzabile per la completa copertura dell'esposizione		
Scadenza	Strike price	Prezzo opzione €//\$
Marzo	1,11	0,0167

Prezzo vendita opzione Call utilizzabile per la contropartita		
Scadenza	Strike price	Prezzo opzione €//\$
Marzo	1,09	0,0158

Fig.24. "Parametri per la strutturazione del cilindro da parte dell'azienda"

Ciò premesso sono stati analizzati tre possibili casi, scaturenti da tre tassi di cambio differenti, ipotizzando la situazione in cui l'azienda non utilizzasse nessun tipo di copertura per vedere l'impatto che l'azienda subirebbe sul totale dei flussi in entrata e sull'utile netto e confrontando il tutto con il caso di copertura tramite la strutturazione del cilindro collar.

1^a Caso : Tasso di cambio alla scadenza pari a 1,14 €//\$

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America					
	Gennaio	Febbraio	Marzo		TOT
FLUSSI IN ENTRATA					
Vendite in USD					133.200
COSTI DI COPERTURA:					
Strike price acquisto put	1,11				
Strike price vendita call	1,09				
prezzo di acquisto dell'opzine put (in euro)	2.000				
prezzo di vendita dell'opzine call (in euro)	1900				
Tasso di cambio di Budget euro/Usd	1,11				
1) Caso Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd			1,14		
1)CASO	TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON STRUTTURAZIONE COLLARI (in euro)				119.900
	TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura (in euro)				116.842
	PERDITA DERIVANTE DALLA NON COPERTURA (in euro)				-3.058

Budget Economico (in euro)			Budget Economico (in euro)		
utile 1 caso con copertura		31-mar	1 CASO		31-mar
ricavi di vendita		119.900	ricavi di vendita		116.842
costi variabili		29.000	costi variabili		29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE		90.900	MARGINE DI CONTRIBUZIONE		87.842
costi fissi		51.000	costi fissi		51.000
EBITDA		39.900	EBITDA		36.842
Acc. Fondo ammortamento		15.000	Acc. Fondo ammortamento		15.000
EBIT		24.900	EBIT		21.842
Oneri finanziari		-3.000	Oneri finanziari		-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE		27.900	UTILE ANTE IMPOSTE		24.842
imposte		20.000	imposte		20.000
UTILE NETTO		7.900	UTILE NETTO		4.842
			Differenza dall'UTILE ottenuto con caso copertura		-3.058
			Effetto negativo derivante dalla non copertura		

Fig.25. "Principali variazioni nel Budget finanziari ed economico derivanti dal caso di non copertura : cambio 1,14 €//\$"

In questo primo caso il collar viene attivato perché il tasso supera il valore di 1,11 €//\$ collocandosi a quota 1,14\$, di conseguenza il strategia "riporta" il tasso di cambio al valore di 1,11 €//\$.

Pertanto i nuovi valori risultanti dal budget finanziario ed economico dell'impresa, derivanti dall'utilizzo della strategia di copertura tramite collar, sono:

- Totale flussi in entrata: 120.000 € - 2.000 € + 1.900 € = 119.900 €
- Utile netto: 8.000 € - 2.000 € + 1.900 € = 7.900 €

Il tutto viene ben evidenziato nella tabella sopra riportata.

Ciò premesso, analizzando il valore del totale flussi in entrata e dell' utile netto nel caso in cui l'azienda non si copra e il tasso si collochi a 1,14 €//\$, si può notare una diminuzione per entrambi i valori e questo ha un effetto negativo per l'azienda.

Con il tasso di cambio pari a 1,14 €//\$ il totale flussi in entrata diventa pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.14\text{€}/\$} = 116.842\text{€}$$

Pertanto, senza copertura, l'azienda risulta avere una perdita nel valore totale dei flussi in entrata, rispetto ai quelli che avrebbe con la copertura, pari a:

$$116.842 \text{ €} - 119.900 \text{ €} = - 3.058 \text{ €}$$

Considerando il valore l'utile netto anche in questo caso l'azienda senza copertura risulta avere una perdita nel utile netto, rispetto all'utile ottenuto con la copertura, pari a :

$$7.900 \text{ €} - 4.842 \text{ €} = - 3.058 \text{ €}$$

Entrambi i valori discendenti dalla non copertura risultano essere peggiorativi per l'azienda rispetto ai valori ottenuti con la copertura, questo pone in evidenza gli effetti positivi della copertura che salvaguarda i flussi totali e utile netto aziendale.

2^ Caso : Tasso di cambio alla scadenza pari a 1,08 €//\$

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America				
	Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA				
Vendite in USD				133.200
COSTI DI COPERTURA:				
Strike price acquisto put		1,11		
Strike price vendita call		1,09		
prezzo di acquisto dell'opzione put (in euro)		2.000		
prezzo di vendita dell'opzione call (in euro)		1900		
Tasso di cambio di Budget euro/Usd	1,11			
2) Caso Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd			1,08	
2)CASO TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON STRUTTURAZIONE COLLAR (in euro)				122.102
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura (in euro)				123.333
MANCATO GUADAGNO A CAUSATO DAL STRATEGIA COLLAR (in euro)				1.231

Budget Economico (in euro)		
utile 2 caso con copertura		31-mar
ricavi di vendita		122.102
costi variabili		29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE		93.102
costi fissi		51.000
EBITDA		42.102
Acc. Fondo ammortamento		15.000
EBIT		27.102
Oneri finanziari		-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE		30.102
imposte		20.000
UTILE NETTO		10.102

Budget Economico (in euro)		
2 CASO		31-mar
ricavi di vendita		123.333
costi variabili		29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE		94.333
costi fissi		51.000
EBITDA		43.333
Acc. Fondo ammortamento		15.000
EBIT		28.333
Oneri finanziari		-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE		31.333
imposte		20.000
UTILE NETTO		11.333

Differenza dall'UTILE ottenuto con caso copertura	
mancato guadagno derivante dal blocco della strategia	1.231

Fig.26. "Principali variazioni nel Budget finanziari ed economico derivanti dal caso di non copertura : cambio 1,08 €//\$"

In questo secondo caso, il collar viene attivato perché il tasso sta al di sotto del valore di 1,09 €//\$ collocandosi a quota 1,08 \$, di conseguenza la strategia “riporta” il tasso di cambio al valore di 1,09 €//\$ limitando di fatto l’effetto positivo del rafforzamento del dollaro.

I nuovi valori risultanti dal budget finanziario ed economico dell’impresa, derivanti dall’utilizzo della strategia di copertura tramite collar, sono:

- Totale flussi in entrata: $\frac{133.200\$}{1.09\text{€/}\$} = 122.202 \text{ €} - 2.000 \text{ €} + 1.900 \text{ €} = 122.102 \text{ €}$
- Utile netto: 10.102 €

Il tutto viene ben evidenziato nella tabella sopra riportata.

Analizzando ora il valore del totale flussi in entrata e dell’utile netto nel caso in cui l’azienda non si copra e il tasso si collochi a 1,08 €//\$, si può notare un aumento per entrambi i valori e questo ha un effetto positivo per l’azienda.

Con il tasso di cambio pari a 1,08 €//\$, il totale flussi in entrata diventa pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.08\text{€/}\$} = 123.333\text{€}$$

Pertanto senza copertura l’azienda risulta avere un guadagno nel valore totale dei flussi in entrata, rispetto ai quelli che avrebbe con la copertura, pari a:

$$123.333 \text{ €} - 122.102 \text{ €} = + 1.231 \text{ €}$$

Considerando il valore dell’utile netto anche in questo caso l’azienda senza copertura risulta avere un guadagno nel utile netto, rispetto all’utile ottenuto con la copertura, pari a :

$$11.333 \text{ €} - 10.102 \text{ €} = + 1.231 \text{ €}$$

Entrambi i valori discendenti dalla non copertura risultano essere migliorativi per l’azienda rispetto ai valori ottenuti con la copertura: questo pone in evidenza che nel caso specifico la copertura è più un limite che un beneficio per l’azienda perché senza la copertura l’azienda potrebbe sfruttare a proprio vantaggio il rafforzamento del dollaro ottenendo più euro dalla vendita di meno dollari.

Da notare che, nonostante in questo caso la copertura sembri penalizzare molto l'impresa, permette comunque all'azienda di collocarsi in una zona di stabilità del tasso non esponendola all'incertezza di variazioni sfavorevoli e inaspettate garantendole comunque dei valori di utile e flussi superiori a quelli preventivati con il cambio budget di 1,11 €//\$ preventivato in partenza come tasso di cambio sul quale basare le proiezioni dei valori futuri ottenuti dalla vendita della commessa di scarpe in America.

3^ Caso : Tasso di cambio alla scadenza pari a 1,10 €//\$

Budget finanziario (in euro) Commessa calzature in America				
	Gennaio	Febbraio	Marzo	TOT
FLUSSI IN ENTRATA				
Vendite in USD				133.200
COSTI DI COPERTURA:				
Strike price acquisto put	1,11			
Strike price vendita call	1,09			
prezzo di acquisto dell'opzione put (in euro)	2.000			
prezzo di vendita dell'opzione call (in euro)	1900			
Tasso di cambio di Budget euro/Usd	1,11			
31 Caso Tasso di cambio spot 31 Marzo euro/Usd			1,1	
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA CON STRUTTURAZIONE COLLAR (in euro)				120.991
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA senza copertura (in euro)				121.091
PERDITA DERIVANTE DAI COSTI DELLA COPERTURA (in euro)				-100

Budget Economico (in euro)		31-mar	Budget Economico (in euro)		31-mar
utile 3 caso con copertura			3 CASO		
ricavi di vendita		120.991	ricavi di vendita		121.091
costi variabili		29.000	costi variabili		29.000
MARGINE DI CONTRIBUZIONE		91.991	MARGINE DI CONTRIBUZIONE		92.091
costi fissi		51.000	costi fissi		51.000
EBITDA		40.991	EBITDA		41.091
Acc. Fondo ammortamento		15.000	Acc. Fondo ammortamento		15.000
EBIT		25.991	EBIT		26.091
Oneri finanziari		-3.000	Oneri finanziari		-3.000
UTILE ANTE IMPOSTE		28.991	UTILE ANTE IMPOSTE		29.091
imposte		20.000	imposte		20.000
UTILE NETTO		8.991	UTILE NETTO		9.091

Differenza dall'UTILE ottenuto con cambio Budget	
mancato guadagno causato dai costi della strategia	100

Fig.27. "Principali variazioni nel Budget finanziari ed economico derivanti dal caso di non copertura : cambio 1,10 €//\$"

In questo secondo caso il collar non viene attivato perché il tasso sta nel mezzo del cilindro tra il valore di 1,09 €//\$ e il valore di 1,11 €//\$, collocandosi a quota 1,10 \$.

Di conseguenza la strategia lascia libero il tasso di oscillare all'interno del canale del cilindro non vincolando il valore del tasso a dei parametri già prestabiliti.

I nuovi valori risultanti dal budget finanziario ed economico dell'impresa, derivanti dall'utilizzo della strategia di copertura tramite collar, sono:

- Totale flussi in entrata: $\frac{133.200\$}{1.10\text{€/}\$} = 121.091 \text{ €} - 2.000 \text{ €} + 1.900 \text{ €} = 120.991 \text{ €}$
- Utile netto: 8.991 €

Il tutto viene ben evidenziato nella tabella sopra riportata.

Ciò premesso analizzando il valore del totale flussi in entrata e dell'utile netto nel caso in cui l'azienda non si copra e il tasso si collochi a 1,10 €/\$, si può notare un aumento per entrambi i valori e questo ha un leggero effetto positivo per l'azienda.

Con il tasso di cambio pari a 1,10 €/€ il totale flussi in entrata diventa pari a:

$$\frac{133.200\$}{1.10\text{€}/\$} = 121.091\text{€}$$

Pertanto, senza copertura, l'azienda risulta avere un guadagno nel valore totale dei flussi in entrata, rispetto ai quelli che avrebbe con la copertura, pari a:

$$121.091 \text{ €} + 120.991 \text{ €} = + 100 \text{ €}$$

Considerando il valore dell'utile netto, anche in questo caso l'azienda senza copertura risulta avere un guadagno nel utile netto, rispetto all'utile ottenuto con la copertura, pari a :

$$9.091 \text{ €} + 8.991 \text{ €} = + 100 \text{ €}$$

Entrambi i valori discendenti dalla non copertura risultano essere migliorativi per l'azienda rispetto ai valori ottenuti con la copertura, questo pone in evidenza che nel caso specifico la copertura è più un limite che un beneficio per l'azienda perché lascia invariato il tasso di cambio non vincolandolo a dei tassi prestabiliti, però ciò che viene a pesare sono i costi della copertura che vanno a diminuire leggermente i valore del totale dei flussi e dell'utile per l'azienda.

Da notare che, nonostante in questo caso la copertura sembri penalizzare leggermente l'impresa, permette comunque all'azienda di collocarsi in una zona di stabilità del tasso non esponendola all'incertezza di variazioni sfavorevoli e inaspettate garantendole comunque dei valori di utile e flussi superiori a quelli preventivati con il cambio budget di 1,11 €/€ preventivato in partenza come tasso di cambio sul quale basare le proiezioni dei valori futuri ottenuti dalla vendita della commessa di scarpe in America.

Analizzando la strategia che vede la strutturazione di un collar dal punto di vista grafico, si vuole rappresentare l'evoluzione e la variazione dell'utile dell'azienda nei seguenti casi:

- ✚ Senza la strategia di copertura
- ✚ Con l'acquisto delle opzioni put,
- ✚ Con la vendita delle opzioni call

Il tutto per far emergere la rappresentazione della "risultante" che evidenzia gli effettivi effetti delle strategie di copertura sull'utile netto dell'azienda.

La rappresentazione grafica che ne emerge è la seguente:

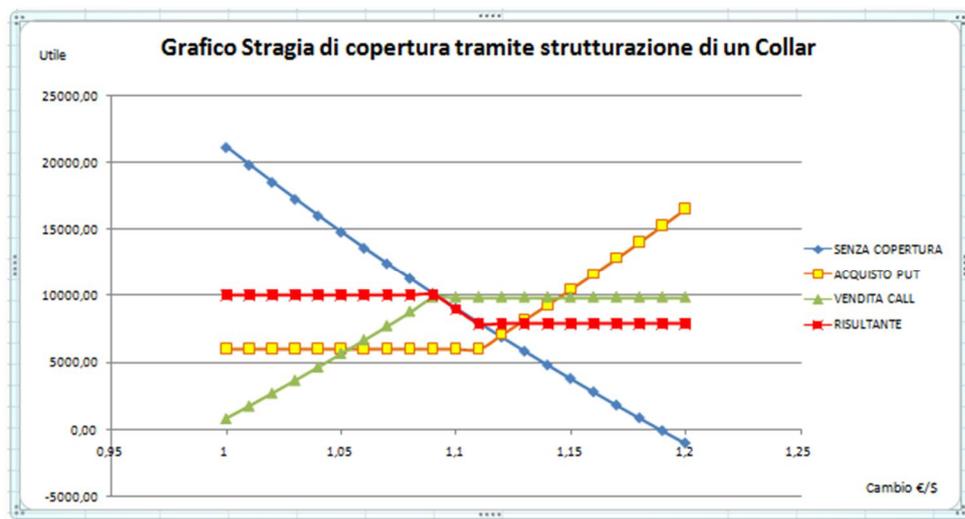


Fig.28. "Grafico rappresentativo strategia di copertura tramite la strutturazione di un cilindro o collar".

Senza copertura		Acquisto Opzioni Put		Vendita opzioni Call		Risultato copertura	
Utile	tasso €//\$	Utile - costo delle Opzioni	tasso €//\$	Utile - costo delle Opzioni	tasso €//\$	Utile - costo delle Opzioni	tasso €//\$
21200,00	1	6000,00	1	900,00	1	10102,00	1
19881,00	1,01	6000,00	1,01	1833,00	1,01	10102,00	1,01
18568,00	1,02	6000,00	1,02	2781,00	1,02	10102,00	1,02
17320,00	1,03	6000,00	1,03	3746,00	1,03	10102,00	1,03
16077,00	1,04	6000,00	1,04	4728,00	1,04	10102,00	1,04
14857,00	1,05	6000,00	1,05	5726,00	1,05	10102,00	1,05
13660,00	1,06	6000,00	1,06	6742,00	1,06	10102,00	1,06
12486,00	1,07	6000,00	1,07	7776,00	1,07	10102,00	1,07
11333,00	1,08	6000,00	1,08	8829,00	1,08	10102,00	1,08
10202,00	1,09	6000,00	1,09	9900,00	1,09	10102,00	1,09
9091,00	1,1	6000,00	1,1	9900,00	1,1	8991,00	1,1
8000,00	1,11	6000,00	1,11	9900,00	1,11	7900,00	1,11
6929,00	1,12	7091,00	1,12	9900,00	1,12	7900,00	1,12
5876,00	1,13	8202,00	1,13	9900,00	1,13	7900,00	1,13
4842,00	1,14	9333,00	1,14	9900,00	1,14	7900,00	1,14
3826,00	1,15	10486,00	1,15	9900,00	1,15	7900,00	1,15
2828,00	1,16	11660,00	1,16	9900,00	1,16	7900,00	1,16
1846,00	1,17	12857,00	1,17	9900,00	1,17	7900,00	1,17
881,00	1,18	14077,00	1,18	9900,00	1,18	7900,00	1,18
-67,00	1,19	15320,00	1,19	9900,00	1,19	7900,00	1,19
-1000,00	1,2	16588,00	1,2	9900,00	1,2	7900,00	1,2

Fig.29. "Tabella con i valori inseriti nel grafico figura 28".

Come si può osservare dalle rappresentazione grafica senza copertura (linea obliqua blu), l'azienda si troverebbe ad ottenere un maggior utile man mano l'euro si rafforza sul dollaro mentre avrebbe una maggiore perdita sull'utile man mano il dollaro si indebolisce rispetto all'euro.

L'acquisto delle opzioni put con strike price a 1,11 €//\$ consente all'azienda, nel caso in cui il tasso superi quota 1,11 €//\$, di attivare le opzioni per "riportando il tasso" al valore delle strike price in modo tale da evitare l'effetto negativo sull'utile derivante della svalutazione del dollaro. Mentre, nel caso in cui il tasso sia al di sotto di quota 1,11 €//\$, l'azienda non attiverà l'opzione sfruttando il rafforzamento del dollaro ma comunque si dovrà accollare il costo dell'acquisto delle opzioni anche se non verranno utilizzate. Dal punto di vista grafico, la zona orizzontale parallela all'asse delle ascisse che va dal valore di cambio di 1,11 fino al valore di cambio 1, indica che in questo range di tassi le opzioni put non si attivano sfruttando il tasso di cambio favorevole per l'azienda mentre dal tasso 1,11 in avanti le opzioni si attivano per bloccare il tasso e limitare l'effetto negativo che sarebbe derivato dall'indebolimento del dollaro.

La vendita delle opzioni call con strike price a 1,09 €//\$ consente all'azienda, nel caso in cui il tasso stia al di sopra di quota 1,09 €//\$, di incassare il premio senza che la controparte attivi le opzioni. Invece nel caso in cui il tasso sia al di sotto di quota 1,09 €//\$, la banca attiverà le opzioni obbligando l'azienda a vendere le opzioni call ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo a cui è costretta a comprarle con il tasso spot.

Dal punto di vista grafico, la zona orizzontale parallela all'asse delle ascisse che va dal valore di cambio di 1,09 fino al valore di cambio 1,12, indica che in questo range di tassi le opzioni call non vengono attivate mentre dal tasso 1,09 in avanti le opzioni si attivano.

La parte più importante è rappresentata dagli effetti sull'utile derivanti dalla strategia di copertura tramite collar che emergono nella linea rossa chiamata risultante.

Guadagno vendita delle Opzioni Call per completa copertura		1.900
Costo acquisto delle Opzioni Put per completa copertura		2.000
Senza copertura		Risultato copertura
Utile	tasso €//\$	Utile - costo delle Opzioni
10202,00	1,09	10102,00
9091,00	1,1	8991,00
8000,00	1,11	7900,00
		tasso €//\$
		1,09
		1,1
		1,11

Fig.30. "Tabella con i valori principali risultanti dalla strategia di copertura".

Come si può constatare dalla tabella sopra riportata, la strategia collar blocca il tasso di cambio nei due tassi presi come “estremi del cilindro” cioè 1,09 €//\$ e 1,11 €//\$.

Così permette di ottenere degli utili uguali a quelli che si otterrebbero senza copertura, al netto dei 100 € derivanti dai costi dell’implementazione della strategia, mettendo in evidenza i valori di utile che l’azienda otterrebbe all’interno del cilindro:

- Con tasso 1.09 €//\$ Utile ottenuta dalla copertura 10.202 € - 100 € = 10.102 €
- Con tasso 1.10 €//\$ Utile ottenuta dalla copertura 9.091 € - 100 € = 8.991 €
- Con tasso 1.11 €//\$ Utile ottenuta dalla copertura 8.000 € - 100 € = 7.900 €

Da notare che nel cilindro il tasso è libero di oscillare e riporta il medesimo utile che si avrebbe senza copertura al netto dei costi per implementare la strategia.

Mentre quando i valori del tasso di cambio che sono inferiori al tasso 1,09 €//\$ e superiori al valore 1,11 €//\$ la strategia riporta i valori all’estremo del cilindro più vicino, bloccando utile netto per l’azienda.

Senza copertura		Risultato copertura	
Utile	tasso €//\$	Utile - costo delle Opzioni	tasso €//\$
21200,00	1	10102,00	1
19881,00	1,01	10102,00	1,01
18588,00	1,02	10102,00	1,02
17320,00	1,03	10102,00	1,03
16077,00	1,04	10102,00	1,04
14857,00	1,05	10102,00	1,05
13660,00	1,06	10102,00	1,06
12486,00	1,07	10102,00	1,07
11333,00	1,08	10102,00	1,08
10202,00	1,09	10102,00	1,09
9091,00	1,1	8991,00	1,1
8000,00	1,11	7900,00	1,11
6929,00	1,12	7900,00	1,12
5876,00	1,13	7900,00	1,13
4842,00	1,14	7900,00	1,14
3826,00	1,15	7900,00	1,15
2828,00	1,16	7900,00	1,16
1846,00	1,17	7900,00	1,17
881,00	1,18	7900,00	1,18
-67,00	1,19	7900,00	1,19
-1000,00	1,2	7900,00	1,2

1.900
2.000

Fig.30. “Tabella con i valori di utile oltre i limiti fissati dal collar”.

Come si osserva dalla tabella, per tutti i tassi di cambio inferiori al tasso di 1,09 €//\$, fissato come limite inferiore del cilindro, gli utili risultano essere sempre uguali all’utile che l’azienda otterrebbe con il tasso di cambio di 1,09 €//\$, cioè di 10.102 € limitando un possibile maggior utile a beneficio per della copertura.

Per quanto riguarda invece i tassi di cambi di cambio superiori al tasso 1,11 €/\$, fissato come limite superiore del cilindro, gli utili risultano essere sempre uguali all'utile che l'azienda otterrebbe con il tasso di cambio di 1,11 €/\$, cioè di 7.900 € assicurando un utile stabile e che non diminuisca a causa dell'indebolimento del dollaro, il tutto a beneficio della copertura.

I dati dimostrano come con l'utilizzo della strategia cilindrica l'azienda determini a priori i limiti di oscillazione del tasso di cambio, assicurandosi una copertura da eventuali variazioni sfavorevoli del tasso e in certi casi limitando i benefici derivanti dalle oscillazioni del tasso: il tutto per creare una strategia che ha lo scopo di copertura per l'azienda quindi stabilizzare i tassi in modo tale da non aver delle ripercussioni negative sull'esposizione dell'azienda che si andrebbe a ripercuotere in termini di variazioni negative sull'utile netto aziendale.

3.5 Analisi di un ipotetico caso di copertura dinamica su esportazioni continuative annue.

3.5.1 Introduzione al caso

Diversamente dalle trattazioni analizzate nei paragrafi precedenti, in questa sezione verrà riportato e analizzato un ipotetico caso di un'azienda italiana produttrice di calzature che sviluppa rapporti commerciali continuativi con clienti domiciliati in America (U.S.A) e per la quale il 40% del fatturato deriva da tali rapporti commerciali esteri.

L'azienda italiana esporterà calzature in America non più in un'unica soluzione ma bensì mese per mese all'interno dell'arco temporale di un anno, pertanto si troverà a dover gestire più esposizioni (quantitativamente diverse) in valuta per più periodi di tempo nell'arco di un anno.

Data l'importanza fondamentale dei ricavi derivanti dai rapporti commerciali continuativi con l'estero, l'azienda deve strutturare una gestione dinamica del rischio di tasso di cambio in modo tale da poter riposizionare e adeguare il livello di copertura delle diverse esposizioni in base al livello tasso al momento di incasso.

Il tutto per tutelare il proprio utile da eventuali effetti negativi derivanti dall'oscillazione sfavorevole del tasso di cambio della valuta estera (dollaro).

Per far ciò verrà analizzata una strategia di copertura dinamica basata sull'utilizzo del prefinanziamento in valuta estera in concomitanza con l'acquisto di opzioni put \$ per coprire dinamicamente le varie esposizioni nelle diverse scadenze temporali .

L'analisi sarà concentrata nell'evidenziare eventuali benefici o effetti negativi derivanti dall'utilizzo della strategia di copertura proposta o causati dalla non copertura.

3.5.2 Analisi del caso aziendale e spiegazione del metodo utilizzato per copertura

Il caso analizza un'azienda italiana produttrice di calzature la quale commercia regolarmente con clienti americani per tutto l'arco temporale dell'anno.

Il mercato estero americano riveste una fonte fondamentale di guadagno per l'azienda italiana tanto che il 40% del fatturato dell'azienda deriva dai ricavi ottenuti dalle esportazioni in America.

L'azienda italiana sviluppa un accordo commerciale con clienti americani tale per cui fornirà calzature per tutto l'anno 2016.

Le modalità dell'esecuzione del rapporto continuativo commerciale sono le seguenti:

- ✓ L'azienda Italiana dovrà fatturare e incassare in \$ americani.
- ✓ L'azienda italiana dovrà fornire fisicamente le calzature ogni primo giorno del mese con relativa fattura.
- ✓ Ogni mese all'azienda italiana verranno commissionate forniture di calzature ma saranno di entità variabile in base alle richieste riscontrate nel mercato americano e l'importo delle commesse verrà comunicato all'azienda italiana un mese prima (quando riceve il pagamento a fine mese gli viene commissionato l'importo della commessa del mese successivo quindi il valore delle commesse lo sa ogni fine mese).
- ✓ L'azienda italiana riceverà i pagamenti con modalità differita dalla fornitura fisica delle calzature, esattamente alla data di fine mese dal ricevimento delle fatture da parte del cliente (la fattura viene inviata insieme alla merce il primo giorno del mese).

Da tali condizioni emerge come l'azienda non sappia con precisione il valore delle commesse per tutto l'anno, ma bensì lo sa un mese prima per il mese successivo e per di più riceve i pagamenti in modalità differita ogni fine del mese da quando ha consegnato fisicamente la commessa.

Ciò premesso l'azienda deve strutturare una strategia di copertura dal rischio di cambio in modo tale da poter riconvertire i \$ incassati in euro senza che questo vada erodere in modo considerevole i ricavi derivanti dalle commesse estere.

In questo caso però, la copertura risulta essere molto complessa perché l'importo delle varie esposizioni è noto solo il mese precedente o varia di mese in mese pertanto l'azienda deve implementare una modalità di copertura che si possa riposizionare mese per mese in base all'ammontare della commessa e in base al valore del tasso di cambio.

Per far questo l'azienda progetta una strategia di copertura dinamica di questo tipo:

1. Apre un conto corrente con una banca americana e struttura con la banca un piano di prefinanziamento annuo in dollari di importo variabile mese per mese sulla base del contratto certificante il credito vantato verso la clientela americana.

Così facendo, l'azienda riceve ogni ultimo giorno del mese un prefinanziamento pari ad una percentuale dell'importo che incasserà alla fine del mese successivo. Ricevendo subito una parte dell'importo, l'azienda lo può convertire immediatamente al cambio spot eliminando il rischio di tasso di cambio su quella parte percentuale di ricavo.

Nel caso riportato, l'azienda concorda e pianifica con la banca un prefinanziamento pari all'80% dell'importo della commessa che si incasserà alla fine del mese successivo.

Ottenendo ogni fine del mese una percentuale del ricavo grazie al prefinanziamento, l'azienda converte subito l'ammontare in casso da \$ in € al tasso spot presente in quel preciso momento eliminando il rischio di tasso di cambio sul quella percentuale di ricavo.

Il tutto viene ben riportato nella tabella sottostante.

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12	t13
Data	31-dic	31-gen	28-febr	31-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic	31-gen-17
Tasso di cambio	1,1	1,12	1,09	1,13	1,135	1,14	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,125	1,129	1,135
Fatturato incasso differito a fine mese dalla data di emissione della		\$100.000,00	\$70.000,00	\$60.000,00	\$75.000,00	\$85.000,00	\$73.000,00	\$64.000,00	\$56.000,00	\$50.000,00	\$67.000,00	\$70.000,00	\$72.000,00	\$63.000,00
Anticipo in \$ sulla fattura emessa in \$	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	
Ammontare anticipo in \$ che incassi in quella data	\$80.000,00	\$56.000,00	\$48.000,00	\$60.000,00	\$68.000,00	\$58.400,00	\$51.200,00	\$44.800,00	\$40.000,00	\$53.600,00	\$56.000,00	\$57.600,00	\$50.400,00	
Ricavo in € dalla immediata conversione	172.727,27	150.000,00	144.036,70	153.097,35	159.911,69	151.228,07	146.334,84	140.913,24	137.037,04	149.400,92	150.909,09	151.200,00	144.641,28	

Fig.31. "Tabella con i valori di prefinanziamento e conversione in € al tasso spot".

La banca per concedere il prefinanziamento richiede all'azienda un interesse dell' 1% sul valore della commessa da incassare a fine mese da corrispondere in un'unica soluzione con il capitale prestato alla fine del mese.

Pertanto l'azienda, a fine mese, dovrà restituire alla banca il capitale che le è stato prestato con il prefinanziamento maggiorato degli interessi da pagare.

La figura riporta questa situazione.

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12	t13
Data	31-dic	31-gen	28-febr	31-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic	31-gen-17
Tasso di cambio	1,1	1,12	1,09	1,13	1,135	1,14	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,125	1,129	1,135
Ammontare anticipo in \$ che incassi in quella data	\$80.000,00	\$ 56.000,00	\$ 48.000,00	\$ 60.000,00	\$ 68.000,00	\$ 58.400,00	\$ 51.200,00	\$ 44.800,00	\$ 40.000,00	\$ 53.600,00	\$ 56.000,00	\$ 57.600,00	\$ 50.400,00	
Interessi mensili banca	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Soldi da restituire alla banca dopo 1 Mese		\$ 80.800,00	\$ 56.560,00	\$ 48.480,00	\$ 60.600,00	\$ 68.680,00	\$ 58.984,00	\$ 51.712,00	\$ 45.248,00	\$ 40.400,00	\$ 54.136,00	\$ 56.560,00	\$ 58.176,00	\$ 50.904,00

Fig.32. "Tabella con i valori di capitale e interessi da restituire alla banca".

Giunti alla fine del mese l'azienda incassa i \$ derivanti dalla commessa e con quell' importo può pagare il debito in \$ che ha con la banca. Dalla sottrazione tra l'importo ricavato dalla commessa, e i soldi dati alla banca, risulta l'importo in \$ restante che è ancora soggetto al rischio di cambio, perché dovranno essere riconvertiti in €.

La figura sotto riportata mette in risalto questa situazione.

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12	t13
Data	31-dic	31-gen	28-febr	31-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic	31-gen-17
Tasso di cambio	1,1	1,12	1,09	1,13	1,135	1,14	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,125	1,129	1,135
Fatturato incasso differito a fine mese dalla data di emissione della		\$100.000,00	\$ 70.000,00	\$ 60.000,00	\$ 75.000,00	\$ 85.000,00	\$ 73.000,00	\$ 64.000,00	\$ 56.000,00	\$ 50.000,00	\$ 67.000,00	\$ 70.000,00	\$ 72.000,00	\$ 63.000,00
Soldi da restituire alla banca dopo 1 Mese		\$ 80.800,00	\$ 56.560,00	\$ 48.480,00	\$ 60.600,00	\$ 68.680,00	\$ 58.984,00	\$ 51.712,00	\$ 45.248,00	\$ 40.400,00	\$ 54.136,00	\$ 56.560,00	\$ 58.176,00	\$ 50.904,00
\$ rimanenti		\$ 19.200,00	\$ 13.440,00	\$ 11.520,00	\$ 14.400,00	\$ 16.320,00	\$ 14.016,00	\$ 12.288,00	\$ 10.752,00	\$ 9.600,00	\$ 12.864,00	\$ 13.440,00	\$ 13.824,00	\$ 12.096,00

Fig.33. "Valore dei ricavi in \$ rimanenti dopo restituzione prestito".

In questo caso, però, parte dell'esposizione variabile risulta essere scoperta, cioè quel valore derivante dalla differenza tra l'importo incassato in \$ relativo all'intera commessa e il capitale ricevuto come finanziamento comprensivo degli interessi da restituire alla banca. Ma allora l'impresa come può fare per coprire il rischio di tasso su questa somma risultante e scoperta?

2. L'azienda si accorda, sempre con la propria banca estera, per strutturare un piano di acquisto mensile di opzioni put \$ parametrato sull'ammontare variabile dell'esposizione risultante dalla differenza tra valore incassato dalla commessa e il valore pagato alla banca comprensivo del capitale prestato ed interessi. Così facendo, l'azienda riesce a coprire dinamicamente il valore dell'esposizione risultante dal differenziale, comunicandolo alla banca l'ultimo giorno del mese e per di più riesce ad adeguare in modo dinamico i costi di acquisto delle opzioni put che diminuiscono al diminuire dell'ammontare dell'esposizione coperta.

Nell'accordo con la banca estera l'azienda per semplicità fissa lo stesso strike price per tutte le scadenze (ogni ultimo giorno del mese), pari a 1,11 €/€ e sarà chiamata a versare ad ultimo giorno del mese il premio da pagare per l'acquisto delle opzioni put che varia in modo direttamente proporzionale a valore dell'esposizione.

Si ipotizza che l'andamento del tasso per l'anno 2016 sia:

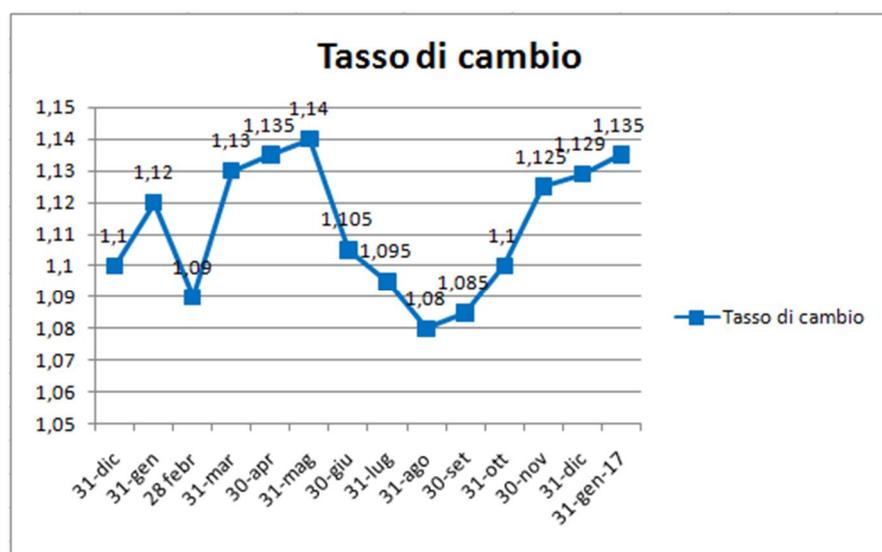


Fig.34. Valori oscillazioni tasso di cambio nell'arco annuale

I valori derivanti dall'acquisto delle opzioni put nei vari periodi sono:

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12	t13
Data	31-dic	31-gen	28-febr	31-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic	31-gen-17
Tasso di cambio	1,1	1,12	1,09	1,13	1,135	1,14	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,125	1,129	1,135
Costi acquisto put (NON UTILIZZATI)	\$ 400,00	\$ 251,48	\$ 214,35	\$ 270,04	\$ 307,17	\$ 262,62	\$ 229,20	\$ 199,49	\$ 177,22	\$ 240,34	\$ 251,48	\$ 258,90	\$ 225,49	
Strike opzione put		1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11

Fig.35. Valori derivanti dall'acquisto delle opzioni put

Dalla presente tabella si può osservare come l'opzione venga attivata dall'azienda alla scadenza di fine mese se:

il tasso strike < del tasso spot

Dunque l'azienda dovrà decidere se attivare l'opzione o no a fine mese, decidendo se utilizzare il tasso di cambio spot perché più favorevole oppure se attivare l'opzione per riportare il tasso al valore delle strike price di 1,11 €/\$.

I valori numerici risultanti sono riportati nella seguente tabella.

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12	t13
Data	31-dic	31-gen	28-febr	31-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic	31-gen-17
Tasso di cambio	1,1	1,12	1,09	1,13	1,135	1,14	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,125	1,129	1,135
\$ rimanenti		\$ 19.200,00	\$ 13.440,00	\$ 11.520,00	\$ 14.400,00	\$ 16.320,00	\$ 14.016,00	\$ 12.288,00	\$ 10.752,00	\$ 9.600,00	\$ 12.864,00	\$ 13.440,00	\$ 13.824,00	\$ 12.096,00
Costi acquisto put (NON UTILIZZATI)	\$ 400,00	\$ 251,48	\$ 214,35	\$ 270,04	\$ 307,17	\$ 262,62	\$ 229,20	\$ 199,49	\$ 177,22	\$ 240,34	\$ 251,48	\$ 258,90	\$ 225,49	
Strike opzione put		1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Attività opzione		attiva put	libero	attiva put	attiva put	attiva put	libero	libero	libero	libero	libero	attiva put	attiva put	attiva put
Tassi di cambio con copertura	1,1	1,11	1,09	1,11	1,11	1,11	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,11	1,11	1,11
Euro derivanti dalle rimanenze con copertura		17.297,30	12.330,28	10.378,38	12.972,97	14.702,70	12.684,16	11.221,92	9.955,56	8.847,93	11.634,55	12.108,11	12.454,05	10.897,30

Fig.36. Valori risultanti dalla copertura con opzioni put

Nel valore "\$ rimanenti" all'interno sono compresi gli interessi corrisposti alla banca.

Come si può osservare dalla tabella i valori di tasso per i quali l'azienda attiverà le opzioni sono evidenziati in rosso, mentre i valori in verde mostrano dove l'azienda, nonostante abbia la copertura, non attiva le opzioni put sfruttando il tasso favorevole per l'azienda.

Nella riga “euro derivanti dalle rimanenze con copertura” vengono riportati i valori della riga “€ rimanenti” convertiti al tasso strike se si attivano le put o al tasso spot se non si attivano le put.

Graficamente i tassi di cambio utilizzati con e senza la copertura sono i seguenti.

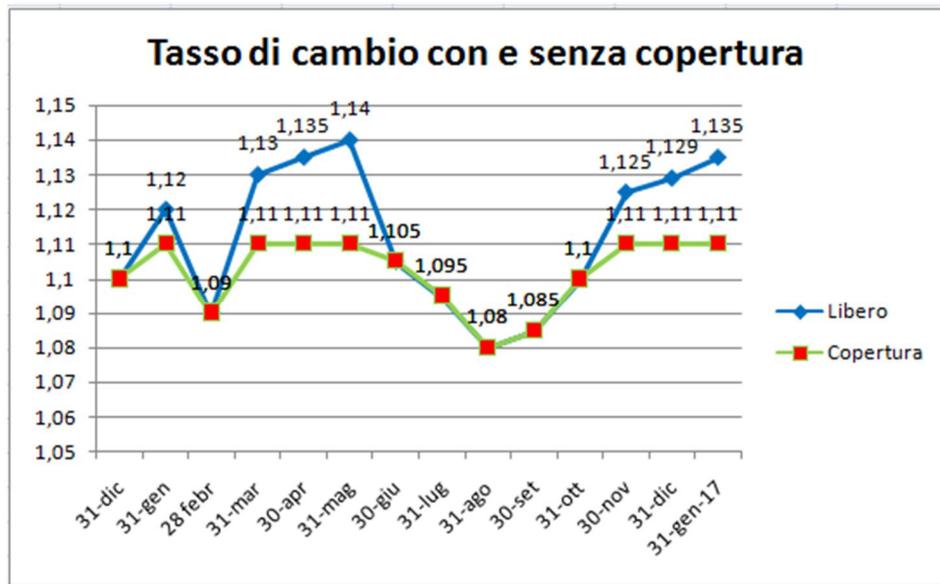


Fig.37. Grafico valori tasso di cambio con e senza copertura

Andando ad osservare i risultati finali derivanti dalla strategia di copertura dinamica complessiva, in termini di ricavi derivati dall’implementazione delle strategia di copertura confrontati con la situazione di non utilizzazione della strategia emergono i seguenti valori numerici:

Tempo	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12	t13
Data	31-dic	31-gen	28-febr	31-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic	31-gen-17
Tasso di cambio	1,1	1,12	1,09	1,13	1,135	1,14	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,125	1,129	1,135
Strike opzione put		1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Attività opzione		attiva put	libero	attiva put	attiva put	attiva put	libero	libero	libero	libero	libero	attiva put	attiva put	attiva put
Tassi di cambio con copertura	1,1	1,11	1,09	1,11	1,11	1,11	1,105	1,095	1,08	1,085	1,1	1,11	1,11	1,11
Ricavi con copertura		89.624,57	62.078,80	54.200,73	65.800,28	74.307,42	63.649,62	57.327,56	50.663,30	45.707,75	60.855,13	62.765,72	63.395,15	55.313,09
Ricavi senza copertura		89.285,71	64.220,18	53.097,35	66.079,30	74.561,40	66.063,35	58.447,49	51.851,85	46.082,95	60.909,09	62.222,22	63.773,25	55.506,61
Differenza in euro		338,86	-2.141,39	11.103,38	-279,02	-253,98	-2.413,73	-1.119,93	-1.182,55	-375,20	-53,96	543,50	-378,10	-193,52
TOTALE SOLO ATTIVAZIONE PUT	881,12													

Fig.38. Tabella con i risultati finali derivanti dalla strategia di copertura dinamica complessiva.

Come si può notare dalla tabella, nella riga “differenza in euro” vengono riportate le differenze tra ricavi derivanti dalla strategia di copertura e i ricavi che si otterrebbero senza strategia di copertura.

Bisogna considerare che, nei valori riportati nella riga “ricavi con copertura” sono contenuti sia gli interessi da corrispondere alla banca per il prefinanziamento sia i costi per l’acquisto delle opzioni put, cioè i due costi che l’azienda deve sostenere per implementare la copertura dinamica.

Mentre nella riga “ricavi senza copertura” sono riportati i valori derivanti dalla conversione dell’importo da incassare dalla commessa a fine mese convertiti in € al tasso di cambio spot di fine mese, pertanto su questi valori non grava nessuno costo.

Ciò premesso è emerso come il totale derivante dalla somma dei differenziali in euro, ottenuti quando l’azienda attiva le opzioni put (881,12 €) sia positivo e questo sta ad indicare come la strategia dinamica funzioni quando vengono attivate le opzioni put (cioè quando i due passaggi che formano la strategia vengono applicati entrambi).

Quando invece la strategia è in vigore, ma non vengono attivate le opzioni put perché il tasso di cambio risulta favorevole per l’azienda, la differenza tra ricavi con la copertura e senza copertura risulta essere negativa perché a parità di tasso di cambio utilizzato sulla conversione dei ricavi, nei ricavi con la copertura gravano i due costi derivanti dalla strategia (interessi sul prefinanziamento e i costi acquisto delle opzioni put).

Concludendo, la strategia risulta performante nel complesso quando l’azienda necessita di copertura perché il tasso è sfavorevole e quindi è efficace proprio quando serve, mentre porta ad ottenere minori ricavi quando il tasso risulta favorevole perché grava l’azienda dei costi di copertura per l’implementazione della strategia.

CONCLUSIONI

Con questo elaborato è stato analizzato il concetto di rischio e quali sono le principali tipologie di rischio che un'impresa si può trovare a fronteggiare nello svolgimento della propria attività.

Nel moderno mercato globalizzato, le aziende sono chiamate sempre più a confrontarsi con competitors stranieri e ad avviare relazioni commerciali con clienti/fornitori esteri, pertanto il moderno sviluppo economico spinge in un modo sempre più pressante le aziende ad organizzare ed implementare sistemi di monitoraggio e gestione del rischio.

Lo studio condotto mira la sua attenzione sul far emergere il concetto di esposizione al rischio per l'azienda, che viene definita come l'impatto che la variazione della variabile considerata (in questo contesto la variazione del tasso di cambio) produce sulle effettive performance aziendali e dunque identifica su che "quantitativo di assets aziendali" si va a concentrare il rischio.

Tutta la trattazione ruota attorno all'analisi e alla 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.

Al fine di visualizzare l'effettiva sensibilizzazione delle aziende al problema del rischio di cambio, l'effettiva diffusione e utilizzo degli strumenti di copertura nel contesto aziendale, l'analisi empirica dell'elaborato si è focalizza sul contesto italiano, noto per la forte propensione all'esportazione dei beni prodotti.

A dimostrazione di ciò, dai dati raccolti, è emerso come l'export italiano pesi per circa 1/3 sul valore complessivo del PIL per un ammontare di circa 30 miliardi di euro per l'anno 2016.

Analizzando il peso dell'export italiano nel contesto mondiale, emerge come l'Italia sia l'ottavo paese per dimensioni di export a livello mondiale.

Dai dati raccolti nel contesto italiano è emerso come gli strumenti derivati siano uno strumento abbastanza diffuso tra le società non finanziarie italiane e come, a marzo del 2012, fossero circa 42.000 i soggetti imprenditoriali ad avere in essere contratti di questo tipo, per un valore nozionale complessivo di 169,3 miliardi di euro.

Da un'osservazione un po' più accurata dei dati sui derivati nel contesto italiano è emerso come le imprese stipulano prevalentemente contratti derivati per coprirsi dal rischio di cambio e per far questo utilizzano in prevalenza strumenti derivati presenti nel mercato OTC, tra i quali opzioni e forward.

Osservando la tipologie di imprese che ricorrono maggiormente all'utilizzo di tali strumenti derivati, è risultato agli occhi come le imprese che fanno ricorso ai derivati sui cambi, siano prevalentemente imprese importatrici che effettuano acquisti a termine di valuta per proteggersi dal rischio di una svalutazione del cambio.

Questo mette in evidenza come al momento ancora molte imprese esportatrici italiane non si tutelino tramite l'utilizzo di strumenti derivati trattati nel mercato OTC lasciando molte volte scoperte e non gestite le loro esposizioni in valuta verso l'esterno.

In virtù di questo contesto, dove è emersa una limitata protezione dal rischio di cambio da parte delle aziende italiane, sono state sviluppate ed analizzate tre strategie di copertura, che utilizzavano tre diverse tipologie di strumenti derivati, applicate a un ipotetico caso di un'azienda esportatrice italiana alla quale è stata commissionata una commessa di calzature dall'America.

Lo scopo era verificare, per ogni strategia e dunque per ogni tipologia di strumento derivato, i benefici derivati dall'implementazione della copertura rispetto alla non copertura.

Nella prima strategia di copertura, ottenuta tramite l'utilizzo di un forward, l'azienda riporta un beneficio derivante dalla copertura, quantificato in un maggior utile netto nel budget economico risultante con l'implementazione della copertura.

In questa strategia affiora come essendo il tasso di cambio fissato ad una data specifica l'azienda si copra in modo statico e non dinamico, bloccando il tasso e non esponendosi a nessuna oscillazione del tasso valutario.

Nella seconda strategia di copertura, ottenuta tramite l'acquisto di opzioni put, l'azienda riporta benefici derivanti dalla copertura in due casi su tre.

Il tutto viene identificato numericamente dai maggiori utili netti riscontrati tra l'applicazione della strategia e la non applicazione della strategia nei primi due casi.

Nel terzo caso, il tasso di cambio risulta favorevole all'impresa, pertanto non attiva le opzioni ma ha l'effetto negativo derivante dal costo che comunque ha dovuto sostenere per l'acquisizione delle opzioni put, anche se non utilizzate.

Pertanto, nella seconda strategia affiora come, essendo il tasso di cambio fissato solo oltre un determinato livello (strike price), l'azienda si possa coprire in modo dinamico, sfruttando i livelli di tasso favorevoli e bloccando i tassi non sfavorevoli; tutto questo garantendosi una copertura efficace e che non esponga l'utile netto a gravi oscillazioni sfavorevoli.

Nella terza e ultima strategia di copertura, ottenuta tramite l'acquisto di opzioni put e la vendita di opzioni call (cilindro), l'azienda riporta benefici derivanti dalla copertura in un caso su tre.

Nel primo caso l'azienda con la copertura riesce ad ottenere un utile netto maggiore rispetto a quello che otterrebbe senza copertura nonostante debba sostenere dei costi per l'implementazione della strategia.

Nel secondo caso il tasso di cambio risulta favorevole all'impresa, nonostante ciò la strategia cilindrica si attiva limitando il beneficio che sarebbe derivato dall'utilizzo del tasso di cambio spot e in più l'azienda ha dovuto sostenere dei costi per l'implementazione della strategia. Tutto questo finisce per pesare sulla bilancia economica dell'impresa generando un utile minore rispetto all'utile derivante dalla non copertura ma comunque non così lontano e profondo, garantendo comunque così una motivazione positiva alla copertura che da stabilità all'azienda.

Nel terzo e ultimo caso il tasso di cambio cade dentro il cilindro dove è libero di oscillare: di conseguenza la strategia cilindrica non si attiva, limitando però il beneficio che sarebbe derivato dall'utilizzo del tasso di cambio spot a causa dei costi che ha dovuto sostenere l'azienda per l'implementazione della strategia.

Questo pesa leggermente sul profitto dell'impresa generando un utile minore rispetto all'utile derivante dalla non copertura ma solo dell'ammontare derivante dai costi della strutturazione della strategia, garantendo comunque così una motivazione positiva alla copertura che da stabilità all'azienda.

Alla luce di tutto ciò, la terza strategia appare come dinamica in quanto lascia dei liberi dei margini di oscillazione bloccandone poi altri.

Concludendo, dalle simulazioni numeriche ipotizzate per le varie strategie di copertura, emerge come in quasi tutti i casi, le strategie di copertura offrano all'azienda una maggior protezione e stabilità in termini di utile netto derivante dalla commessa estera;

inoltre in quei casi in cui l'utile netto risulta inferiore rispetto all'utile ottenuto dalla non copertura, la differenza non è così rilevante da giustificare la non implementazione delle strategie.

Per analizzare più realisticamente le necessità effettive che le aziende esportatrici abituarie hanno, nell'elaborato è stato sviluppato un ulteriore ipotetico caso aziendale dove si rappresenta un'azienda italiana che esporta con continuità verso l'estero per più commesse su base annua.

Per coprire le necessità di questa situazione, è stata ipotizzata una strategia di copertura dinamica del rischio di tasso di cambio in modo tale da poter permettere all'azienda un eventuale riposizionamento strategico in caso di necessità in base all'ammontare dell'esposizione.

Per far ciò è stata elaborata una strategia che utilizza un pre-indebitamento in valuta estera con il contemporaneo acquisto di opzioni put.

La strategia è risultata performante nel complesso quando l'azienda necessitava di copertura, perché il tasso era sfavorevole e quindi la strategia è risultata efficace proprio quando serviva. Mentre la strategia ha portato a ottenere minori ricavi quando il tasso di cambio era favorevole per l'azienda perché gravava l'azienda dei costi di copertura per l'implementazione della strategia.

Dall'elaborato si vuol fare emergere pertanto la necessità della presa d'atto, della valutazione e dell'implementazione di strategie di copertura del rischio di tasso di cambio a livello corporate. Questo perché, in un mercato fortemente globalizzato dove il regime dei tassi di cambio, e conseguentemente il valore della singola divisa, viene lasciato libero di fluttuare, un'azienda deve tutelare le proprie esposizioni in valuta per non vedere erodere i propri profitti, in termini di utile, a causa di un tasso di cambio sfavorevole.

BIBLIOGRAFIA

- Bertinetti G., *“Finanza aziendale internazionale”*, Torino: G. Giappichelli Editore, 2006.
- Bertini U., *“Introduzione allo studio dei rischi dell’economia aziendale”*, Milano: Giuffrè Editore, 1987.
- Cantino V., *“Rischio di cambio. Tecniche di gestione e di rilevazione”*, Milano: Giuffrè Editore, 2000.
- Carlin W., Soskice D., *“Macroeconomia: occupazione, inflazione, tasso di cambio e contrattazione salariale”*, Bologna: Clueb, 1992.
- Cossar L., *“Attività d’impresa in valuta estera e rischio di cambio”*, Milano: Giuffrè, 2004.
- Crouhy M., Galai D., Mark R., *“The essentials of risk management”*, New York: McGraw Hill, 2006.
- Drucker P. F., *“La nuova società”*, Milano: Garzanti Editore, 1953.
- Fornasini A., Faroni M., *“Rischio di cambio e finanza d’impresa: metodologie e strumenti per la gestione della tesoreria valutaria aziendale”*, Milano: EtasLibri, 1992.
- Forte W., *“Il rischio di cambio nei conti e nei bilanci di impresa”*, Padova: Cedam, 1990.
- Giacanotti E., *“il rischio di cambio”*, Milano: Isedi, Torino: Petrini, 1985.
- Giunta F., *“Appunti di economia Aziendale”*, Padova: Cedam, 1996.
- Gobbi U., *“L’assicurazione in generale”*, 1898.
- Gulisano A., *“Finanza operativa: capitale circolante, investimenti e rischio di cambio: problemi e soluzioni per le aziende”*, Milano: ETAS libri, 1995.
- Medges B., *“Proper limits in liability insurance. A problem in decision making over uncertainty”*, 1961.
- Paternò di Montecupo M., *“Il rischio di cambio: aspetti economici, finanziari, contabili e fiscali”*, Padova: Cedam, 1996.

- Petix L., *“Il rischio di cambio: aspetti aziendali”*, Roma: K libreria Ed., 1974.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F., *“Corporate finance”*, Boston: McGraw Hill, 2010.
- Rutigliano M., *“Il rischio di cambio nella banca e nell'impresa”*, Milano: EGEA, 1995.
- Smithson C. W., *“Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization”*, New York: McGraw Hill, 1998.
- Tronzano M., *“Variabili macroeconomiche e dinamica del tasso di cambio: un'analisi empirica”*, Milano: Giuffrè, 1990.
- Tutino F., Barbieri L., Carmosino P., *“Rischi di cambio e imprese: programmazione, gestione, e controllo dei flussi finanziari in valuta”*, Bologna: Il Mulino, 1990.
- Weisweiller R., *“Managing a foreign exchange department : a manual of effective practice”*, New York: Woodhead-Faulkner, 1991.
- Willet, A. Herbert., *“The economic theory of risk and insurance”*, Columbia, 1901.
- Wunnicke D. B., Wilson D. R., Wunnicke B., *“Corporate financial risk management: practical techniques of financial engineering”*, New York: Wiley, 1992.

SITOGRAFIA

- https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2016-01/Derivati_OTC_dicembre_2015.pdf
- https://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/commercio_internazionale/oservatorio_commercio_internazionale/schede_paese/europa/Italia_11_08_2016.pdf
- <http://www.altalex.com/documents/news/2008/12/17/nozione-di-imprenditore-e-articolo-2082-c-c>
- http://host.uniroma3.it/docenti/previati/corsi/mis/documenti/2008_2009/lezione5.pdf
- <http://docplayer.it/1530577-La-gestione-di-rischi-di-cambio-e-tasso-in-ottica-aziendale.html>
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Signorini-150615.pdf>
- <http://www.borsaitaliana.it/derivati/idem-magazine/gennaio2013/mipgen.htm>
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0139/index.html>
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Rischio%20Operativo>
- <http://www.assbb.it/contenuti/news/files/Quaderno193.pdf>
- https://it.wikipedia.org/wiki/Rischio_di_mercato (ultima consultazione luglio 2016)
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Rischio%20di%20Mercato>
- <http://www.studiamo.it/pages/banca-e-bancari-valutazione-delle-imprese-e-merito-creditizio-introduzione-alla-valutazione-delle-imprese-ed-al-merito-creditizio/3/>
- <http://economia.unipr.it/tempfiles/FI%206.pdf>
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Rischio%20di%20Cambio>

- <http://www.rischio-cambio.com/>
- <https://www.forexstrategico.com/it/copertura-rischio-cambio-30/>
- <http://www.alettibank.it/aletti-inside/i-rischi-di-mercato-per-lazienda-corporate/>
- http://www.ramconsulting.it/uploads/1/2/4/2/12422371/_la_gestione_dei_rischi_di_cambio_e_tasso_in_ottica_aziendale.pdf
- http://www.newsmercati.com/Article/Archive/index_html?idn=38&ida=1932&idi=-1&idu=-1
- https://it.wikipedia.org/wiki/Tasso_di_cambio (ultima consultazione 9 luglio 2016)
- http://host.uniroma3.it/docenti/previati/corsi/mis/documenti/2008_2009/lezione5.pdf