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

Gli strumenti derivati ed il loro utilizzo in azienda:

l'importanza di gestirne i vantaggi e le complessità

Relatore
Prof. Guido Massimiliano Mantovani

Laureando
Ambra Moschini
Matricola:835318

Anno Accademico
2013 / 2014

Sessione straordinaria

Indice

Indice delle Figure **6**

Indice delle Tavole **7**

Introduzione **8**

Capitolo 1 - Il concetto di rischio **11**

1.1. Definizione 12

1.2. La percezione del rischio in azienda 16

1.3. Identificazione delle categorie di rischio 24

1.3.1. Rischi finanziari 26

1.3.1.1. Rischio di mercato 28

1.3.1.1.1. Rischio di tasso d'interesse 28

1.3.1.1.2. Rischio di tasso di cambio 31

1.3.1.1.3. Rischio di price equity 33

1.3.1.1.4. Rischio di price commodity 36

1.3.1.2. Rischio di credito 38

1.3.1.3. Rischio di liquidità 39

1.3.2. Rischi operativi 41

1.3.2.1. Fattore umano 42

1.3.2.2. Sistemi informatici 43

1.3.2.3. Processi interni 43

1.3.2.4. Processi esterni 44

1.3.3. Rischi strategici 44

1.3.3.1. Rischio industriale 45

1.3.3.2. Rischio tecnologico 45

1.3.3.3. Rischio di brand 46

1.3.3.4. Rischio competitivo 47

1.3.3.5. Rischio cliente 48

1.3.3.6. Rischio progetti/investimenti 48

1.3.3.7. Rischio stagnazione 49

1.3.4. Altre categorie di rischio 50

Capitolo 2 - La gestione del rischio in azienda **52**

2.1. Dal Traditional silo-based Risk Management (TRM) all'Enterprise Risk Management (ERM) 53

2.2. Corporate Risk Appetite vs Risk Tolerance, is your stomach big enough? 55

2.3. Accenno alla gestione standardizzata dei rischi. 58

2.4. Vantaggi nella gestione dei rischi 59
2.4.1. Riduzione dell'imposizione fiscale 61
2.4.2. Riduzione dei costi del dissesto finanziario e di bancarotta 63
2.4.3. Protezione di investimenti specifici 64
2.4.4. Allineamento degli interessi del management e degli shareholders 66
2.4.5. Assistenza nello sviluppo di piani finanziari 68
2.4.6. Stabilizzazione dei dividendi 69
2.5. Il processo di Risk Management 71
2.5.1. Stabilire il contesto di analisi 73
2.5.2. Identificazione 74
2.5.3. Analisi 75
2.5.4. Valutazione 77
2.5.5. Trattamento 78
2.5.6. Monitoring and review 79
2.5.7. Reporting e comunicazione del rischio 80

Capitolo 3 - L'utilizzo dei derivati nella gestione dei rischi 82

3.1. Aspetti introduttivi 83
3.2. La gestione dei rischi tramite strumenti derivati 86
3.3. Le forme tecniche: Coperture e caratteristiche 89
3.3.1. Derivati e rischio di tasso di interesse 94
3.3.1.1. Interest rate Futures 95
3.3.1.2. Forward Rate Agreement (FRA) 95
3.3.1.3. Interest rate Swap (e varianti) 97
3.3.1.4. Interest rate Options 99
3.3.2. Derivati e rischio di tasso di cambio 100
3.3.2.1. Currency Futures 101
3.3.2.2. Outright forward foreign exchange transaction 101
3.3.2.3. Currency Swap (e varianti) 103
3.3.2.4. Currency Options 104
3.3.3. Derivati e rischio di price commodity 106
3.3.3.1. Commodity Futures 107
3.3.3.2. Forward su Commodity 107
3.3.3.3. Commodity Swap (e varianti) 108
3.3.3.4. Commodity Options 109
3.3.4. Derivati e rischio di price equity 110

3.3.4.1. Futures, forward per acquisto di azioni proprie e futures su indici azionari 110
3.3.4.2. Equity options (Stock, Stock index Options) 111
3.3.4.3. Equity Swap 112
3.3.5. Nuove forme di strumenti derivati 113
3.4. Il mercato Over-to-counter 115

Capitolo 4 - La gestione dei rischi nelle imprese italiane 118
4.1. Caratteristiche del tessuto imprenditoriale italiano 119
4.1.1. Focus: PMI e impresa familiare 121
4.1.2. Rapporto Banca-Impresa 123
4.2. La gestione dei rischi nelle imprese italiane 125
4.2.1. Derivati in bilancio 128
4.2.2. Gestione caratteristica 130
4.2.3. Gestire valutaria 131
4.2.4. Gestire finanziaria e patrimoniale 133
4.3. Fattori determinanti per la scelta dei derivati come forma di copertura: studi svolti. 135
4.4. Analisi dei dati 136

Conclusioni 138

Appendice tabelle e grafici 139

Indice delle Figure

Figura 1.1 Break-even point

Figura 1.2 Trade-off theory

Figura 1.3 Fonte: Banca d'Italia , quotazione Marco tedesco/USD

Figura 1.4 Fonte: Banca d'Italia, quotazione Yen/USD

Figura 1.5 Equilibrio domanda/offerta di moneta

Figura 1.6 Fonte: Gardenal G., La politica dei dividendi - Payout ratio costante

Figura 1.7 Fonte: Gardenal G., La politica dei dividendi - Dividendo nominale costante.

Figura 2.1 Schema processo di Risk Management.

Figura 2.2 Schema analisi SWOT.

Figura 2.3 Elenco di tecniche di identificazione del rischio. Fonte: "Perceptions of Singapore construction contractors on construction risk identification" (2008)

Figura 2.4 Schema riassuntivo dei rischi per impatto ed area di gestione

Figura 2.5 Matrice di classificazione dei rischi

Figura 3.1 Schema dei flussi di un IRS

Indice delle tavole

Tav.1.1 - Fonte: Banca d'Italia, Rendistato anno 2013

Tav. 4.1 – Indicatori economici delle imprese industriali e dei settori di attivita economica (Ateco 2007) – anno 2012

Incidenza del fatturato esportato di beni sul fatturato totale (%) - Anno 2012

Tav 4.2 – Incidenza del fatturato esportato di beni sul fatturato totale (%) – anno 2012

Tav. 4.3 - Numero di imprese per settore di attivita' economica e numero di addetti

Tav. 4.4 – Numero di imprese con piu' di 3 addetti per area geografica e settore economico

Tav. 4.5 – Numero di imprese con piu' di 3 addetti per tipologia di socio principale e settore economico

Tav. 4.6 – Numero di imprese per forma giuridica e settore di attivita' economica

Tav. 4.7 - Dati cumulativi di 2050 societa'

Tav. 4.8 - Totale societa' industriali

Tav. 4.9 - Societa' manifatturiere

Tav. 4.10 - Societa' terzierie (o di servizi)

Tav. 4.11 - Imprese di costruzione

Tav. 4.12 – Esportazioni ed importazioni per settori di attivita' economica (mln euro)

Tav. 4.13 - Esportazioni ed importazioni con i principali paesi esteri (mln di euro)

Tav. 4.14 - Finanziamenti per cassa, per comparto di attivita' economica e classi di fido accordato

Tav. 4.15 – Derivati finanziari. Distribuzione per comparti di attivita' economica della clientela

Tav. 4.16 – Derivati finanziari. Distribuzione per localizzazione della clientela (aree geografiche)

Introduzione

La concetto da cui è necessario partire è il *rischio*, il quale può avere diverse sfaccettature ed assumere vari gradi di intensità a seconda del soggetto di cui si parla e della situazione in cui quest'ultimo si trova ad operare. La relatività del rischio è il filo conduttore di questa analisi, partendo dalla sua definizione ed entrando nel merito di cosa esso implica per le imprese e come possa costituire nello stesso tempo uno svantaggio ed un'opportunità. I rischi vengono analizzati nella prima parte del lavoro e vengono divisi in tre macro categorie: rischi finanziari, operativi e strategici; a loro volta poi nidificati in sottolivelli. Dalla prima analisi si evince innanzitutto da quali rischi l'impresa non può sottrarsi, quali possono essere evitati, quali vanno necessariamente gestiti. La seconda parte entra nel merito della gestione del rischio, argomentando le motivazioni per le quali il cosiddetto processo di Risk Management risulta sempre di più una pratica essenziale per il successo delle imprese. Sempre nella stessa sezione viene presentato in grandi linee come l'attività di gestione dei rischi dovrebbe essere strutturata, esponendo fra le modalità di trasferimento e copertura dei rischi l'utilizzo degli strumenti derivati.

Gli strumenti derivati si sono sviluppati in maniera esponenziale negli ultimi decenni, tanto che molte aziende li hanno prediletti quali modalità di copertura da rischi di tasso di cambio e tasso di interesse. Ma attenzione, come ogni strumento in grado di produrre vantaggi il "derivato" ingloba in sé rischi intrinseci allo strumento stesso, da prendere in considerazione e gestire alla stregua degli altri; ed ecco che la terza parte del lavoro approfondisce le modalità di utilizzo di questi strumenti, accennando ad alcune forme tecniche e presentando qualche caso esemplare. La crescente complessità tanto del mercato quanto di tali strumenti e la rapida espansione dell'offerta da parte delle banche d'investimento in alcuni casi non hanno consentito agli attori (imprese, banche stesse, autorità di vigilanza) di adeguare con i medesimi tempi competenze e strumenti informativi ed organizzativi.

Gli argomenti presentati nelle parti precendenti vanno infine a convergere nell'idea finale: la gestione dei rischi, tramite derivati, nelle imprese italiane. Lo sviluppo di questo concetto necessità dapprima di descrivere le caratteristiche delle imprese italiane; è noto infatti che la realtà italiana presenta peculiarità quali la maggioranza di imprese di piccole e medie dimensioni a gestione familiare, la forte dipendenza dalle banche e l'appartenenza a filiere produttive.

Le peculiarità che verranno esposte metteranno in luce come la gestione dei rischi delle imprese non finanziarie in un paese come l'Italia presenti caratteristiche a dir poco uniche; come la commistione fra impresa e nucleo familiare confonde la percezione del rischio da personale dell'imprenditore a rischio d'impresa, e le implicazioni che questo ha sulle scelte di gestione del rischio. Un ruolo fondamentalo è inoltre svolto dalle banche con cui le imprese italiane hanno costruito negli anni un rapporto quasi simbiotico di dipendenza, senza contare il fattore culturale, definito da alcuni la "microstoria" del tessuto imprenditoriale, valori come la corruzzione ed il grado di efficienza nell'amministrazione della giustizia, il made italy e molto altro.

Tutto questo immerso in una realtà fortemente incerta, dove le imprese sono esposte ad ogni tipo di incertezza. Si pensi che la Saxo Bank ha previsto per il 2015 fra gli eventi "shock" da temere l'eruzione del vulcano islandese Bardarbunga, il quale sconvolgerebbe inevitabilmente i modelli metereologici comportando il raddoppiamento del prezzo del grano; ed un attacco hacker ai siti di shopping online con un conseguente crollo delle transazioni.

Reperimento dei dati

Il reperimento dei dati è stata la parte più difficile della stesura di questo lavoro che non è infatti in grado di offrire un'evidenza empirica soddisfacente come prefissato vista la reticenza da parte degli intermediari finanziari nel divulgare informazioni relative alle loro posizioni in derivati. Fra gli intermendiari sopracitati si sono presi specificatamente contatti con Banca d'Italia e BNL gruppo BNP Paripas all'interno della quale ho svolto un periodo di lavoro.

I dati pubblici disponibili sulle posizioni in derivati fanno riferimento alla Base Dati Statistica pubblica di Banca d'Italia, alcunivalori si riferiscono ad elaborazioni già pubblicate, opportamente segnalte nelle rispettive note. Per ciò che riguarda i dati relativi a numero di imprese, ragione sociale, settore di attività e fatturato le fonti sono i database Istat e Mediodiobanca. Da notare la non disponibilità di alcuni dati riguardanti i valori instrinseci ed il numero di affidati per l'anno 2009 nella base dati pubblica di Banca d'Italia.

Durante le mie ricerche mi sono resa conto di quanto il tema dei derivati finanziari venga ad oggi ancora visto come un tabù e di come gli operatori coinvolti tendano a non rendere del tutto reperibili e trasparenti informazioni al riguardo.

[…] It is a world of change in which we live, and a world of uncertainty. We live only by knowing something about the future; while the problems of life, or of conduct at least, arise from the fact that we know so little. […][1]

[1] F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and profit*, New York, Houghton Mifflin, 1921.

Capitolo 1

Il concetto di rischio

1.1 Definizione – 1.2 La percezione del rischio in azienda – 1.3 Identificazione delle categorie di rischio – 1.3.1 Rischi finanziari – 1.3.1.1 Rischio di mercato – 1.3.1.1.1 Rischio di tasso di interesse - 1.3.1.1.2 Rischio di tasso di cambio – 1.3.1.1.3 Rischio di price equity - 1.3.1.1.4 Rischio di price commodity – 1.3.1.2 Rischio di credito – 1.3.1.3 Rischio di liquidità – 1.3.2 Rischi operativi – 1.3.2.1 Fattore umano - 1.3.2.2 Sistemi informatici - 1.3.2.3 Processi interni - 1.3.2.4 Processi esterni - 1.3.3 Rischi strategici - 1.3.3.1 Rischio industriale - 1.3.3.2 Rischio tecnologico - 1.3.3.3 Rischio di brand - 1.3.3.4 Rischio competitivo - 1.3.3.5 Rischio cliente - 1.3.3.6 Rischio progetti/investimenti - 1.3.3.7 Rischio stagnazione - 1.3.4 Altre categorie di rischi

1.1. Definizione

"Risk is synonymous with uncertain" così viene definito il rischio da David A. Dubofsky e Thomas W. Miller nel loro manuale "Derivatives"; ed ancora prima vi fu Frank Knight, il quale introdusse il concetto di rischio contrapponendolo a quello di incertezza[2]. Secondo quest'ultima teoria vi è una distinzione fra una situazione rischiosa ed una incerta, in quanto la prima può essere quantificata in maniera oggettiva tramite l'attribuzione di probabilità di accadimento, mentre la seconda non può essere valutata in tal senso in quanto soggettiva, unica e non necessariamente ripetibile.

La soggettività dell'incertezza deriva dal fatto che essa viene percepita da ogni soggetto in maniera differente e che ogni operatore, a seconda delle sue possibilità, può condizionare l'esito di alcuni eventi futuri. Ogni operatore formula delle aspettative riguardo gli avvenimenti incerti e tali aspettative saranno tanto più vicine alla realtà quanto sarà alta la qualità delle informazioni da essi possedute.

L'incertezza ed il rischio sorgono dal momento in cui le contrattazioni fra soggetti economici avvengono, fino alla manifestazione degli esiti degli eventi; essi hanno allora bisogno di tutelarsi da eventuali perdite ed è per questo motivo che le condizioni di negoziazione incorporano sempre un *premio per il rischio* che simboleggia le aspettative degli operatori relative a quel particolare evento.

Data inoltre la diversa possibilità degli operatori di accedere alle informazioni e di influenzare gli eventi futuri, le aspettative ed i relativi premi per il rischio non saranno omogenei. Sorge dunque il problema delle *asimmetrie informative*, il quale condurrà ad una sopra o sotto valutazione con la possibilità, per i soggetti in possesso di informazioni di qualità superiore, di approfittare del disallineamento dei prezzi. In letteratura il concetto di *efficienza dei mercati* prevede che il prezzo di ogni bene (o attività finanziaria) rifletta tutte le informazioni pubbliche disponibili in un dato momento[3]. Vi sono diverse forme di efficienza: allocativa, valutaria, tecnico-operativa ed informativa; quella a cui si fa riferimento è l'ultima definizione che può a sua volta presentarsi in forma debole, semi-forte e forte. In particolare si parla di efficienza debole dei mercati nel caso in cui i prezzi osservati riflettano l'informazione contenuta nella serie storica di prezzi stessi, semi forte quando, oltre a questo set di informazioni, si aggiungono anche le informazioni pubbliche disponibili, ed infine efficienza forte quando i prezzi osservati incorporano anche informazioni di tipo privato. La situazione che si riscontra più di frequente nei mercati è quella del secondo tipo ed è per tale ragione che gli operatori che hanno accesso ad informazioni di tipo privato potranno formulare aspettative sui prezzi superiori a quelle della massa degli operatori presenti sul mercato.

[2] F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and profit*, New York, Houghton Mifflin, 1921.
[3] Fama E. F., *Efficient Capital markets. A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol. 25. 1970.

Quanto appena introdotto è un concetto *generico* di rischio, l'analisi in questione si focalizza maggiormente sui rischi che impattano la gestione aziendale ed i vari soggetti interessati ad essa; l'analisi si complica in quanto ogni individuo, come anticipato, è diversamente sensibile agli eventi.

Per un'analisi appropriata del concetto di rischio è necessario considerare la sua duplice valenza dello stesso all'interno dell'impresa: *finanziaria* ed *aziendale*. La prima è spesso associata ai rischi cosiddetti di *mercato*, per lo più considerati esogeni all'impresa e, nella migliore delle ipotesi, da evitare o traferire. La seconda, al contrario, guarda al rischio come ad fattore di produzione e non soltanto come un effetto dannoso per la gestione.

Molti dei rischi che verranno presentati in seguito riguardano entrambe queste definizioni, basti pensare al rischio di tasso di cambio, tipicamente rischio di mercato esogeno all'impresa, ma che se gestito adeguatamente può diventare una fonte di reddito.

Per rendere più agevole il lavoro consideriamo come elemento distintivo una grandezza che interessa, anche se in maniera differente, tutti i soggetti portatori di interessi all'interno dell'impresa: il *valore* dell'impresa.

La teoria neo-classica si concentrava maggiormente su una logica di creazione di valore per gli azionisti (stockholders), focalizzandosi maggiormente sulle informazioni provenienti dal mercato; in tempi più recenti la creazione di valore si è riferita invece a tutti i portatori di interessi (stakeholders). In quest'ultima definizione sono compresi tutti coloro che ruotano attorno all'impresa: non solo azionisti e manager, ma anche dipendenti, clienti, fornitori, banche, il Fisco e le comunità di riferimento etc.

In dottrina vi è l'idea che "*business growth throught risk taking*"[4], il che implica che la performance di un'impresa tende a crescere se vengono presi dei rischi, d'altronde non esiste alcun investimento che possa essere considerato totalmente privo di rischio, e senza investimenti non vi è alcuna creazione di valore.

Nonostante ciò vi è una parte della letteratura che mette in dubbio l'importanza della gestione dei rischi aziendali ritenendo, invece, che nelle imprese ad azionario diffuso ciascun azionista potrebbe autonomamente diversificare i rischi componendo un portafoglio ben diversificato. Questa teoria si basa sul fatto che ogni azionista conosca esattamente la natura delle esposizioni dell'azienda e possa quindi coprirsi alle stesse condizioni alle quali potrebbe accedere l'impresa stessa. Tale ipotesi, benché possibile in teoria, è alquanto inverosimile e lontana dalla situazione reale; come si è detto pocanzi vi sono asimmetrie informative fra i diversi soggetti coinvolti nella gestione aziendale, ad esempio fra il management e gli shareholders, questo comporta che non tutti possono accedere allo stesso tipo di copertura e naturalmente l'azienda nel suo

[4] Drucker P.F., *An Introductory view of Management, American abridged version of management: task, responsibilities, practices*, New York : Harper & Row, 1977.

complesso avrà una forza contrattuale maggiore rispetto al singolo azionista nella negoziazione delle coperture.
Si è già detto che è impossibile eliminare completamente il rischio sottostante ad un investimento, ma vi è, tuttavia, la possibilità di ridurlo in modo che il rendimento che ne derivi sia giustificato dal grado di rischio assunto.

Se guardiamo al problema dal lato finanziario, come se fossimo un singolo investitore e non un'impresa, si può far riferimento alla *Modern Portfolio Theory* secondo la quale vi è una relazione positiva tra rendimento atteso e rischio dell'investimento. Gli investitori considerati avversi al rischio accetteranno un maggiore livello di rischio solo ad un rendimento atteso maggiore; questa teoria è stata esposta da Harry Markowitz e riguarda i principi di selezione di portafoglio[5]. Markowitz dimostrò che un investitore razionale seleziona il proprio portafoglio di investimenti usando due parametri: profitto atteso e rischio. Mentre il "profitto" è misurato in termini di tasso medio di rendimenti, il "rischio" è calcolato in termini di quanto i rendimenti variano attorno al tasso medio di rendimento; maggiore è la varianza, più rischioso è il portafoglio.
La varianza può essere ridotta tramite la diversificazione di portafoglio, lo stesso principio vale, dal lato aziendalistico, per un'impresa che decide di diversificare la propria attività e non concentrarsi su un'unica linea di prodotti, o su un solo business. In questo contesto non è più il rischio di ogni singolo investimento o asset che va preso in considerazione, ma quello del portafoglio nel suo insieme.
La teoria di Markowitz sostiene che gli investimenti da prendere in considerazione sono quelli che si trovano sulla frontiera efficiente, la quale contiene tutti i portafogli che per un dato livello di rischio (in termini di deviazione standard del tasso di rendimento) offrono un più elevato livello di rendimento. Lo stesso concetto, trasposto in azienda, prevedere che l'impresa prenda in considerazione solo i progetto con NPV positivi, ossia solo quei progetto per cui le risorse investite inizialmente siano interamente coperte dai profitti generati; tenendo presente che nel calcolo del NPV viene preso in considerazione sia il rischio che il rendimento del progetto in questione. L'impresa può essere vista come un insieme di progetti; un esempio di trade-off rischio-rendimento può essere la decisione di esportare all'estero: questo progetto comporterà dei costi e, sicuramente, dei rischi, ma se il rendimento che si aspetta è proporzionato al tipo di rischio a cui si va incontro il progetto verrà messo in atto. Vi è dunque una relazione diretta fra rischio e rendimento: maggiore è il rischio di un investimento maggiore sarà il suo rendimento che, abitualmente, si configura come un rendimento per un'attività priva di rischio più un rendimento aggiuntivo definito *premio per il rischio*.

[5] Markowitz H., *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, vol.7, no. 1, pp. 77-91, 1952.

Una visione molto più ristretta, ma ugualmente chiara del rapporto rischio-rendimento in azienda, è rappresentato dal confronta fra costi e ricavi; tema che errà approfondito in seguito.
Posto il concetto base per cui non è possibile intraprendere un investimento senza esporsi ad un certo grado di rischio, la questione da analizzare è se sia sempre necessario coprirsi da eventi incerti e, pertanto, rischiosi. La risposta è opinabile dal momento in cui la copertura non sempre risulta la strategia più conveniente e le decisioni degli operatori, dipenderanno da un'ampia gamma di fattori fra cui la struttura della società, le politiche aziendali e gli interessi o aspettative dei soggetti interessati.

1.2. La percezione del rischio in azienda

Trasponendo il concetto *generale* di rischio, quale incertezza relativa ad eventi futuri ed imprevedibili, all'interno di un sistema aziendale il quale, per sopravvivere, ha bisogno di programmare la propria gestione nel breve e medio-lungo periodo, si crea un problema non indifferente legato alla necessità di prevedere, con una certa accuratezza, il manifestarsi di tali situazioni future.

Sapendo inoltre che lo scopo principale della gestione aziendale è la *creazione di valore*, intesa come generazione di flussi di cassa che vanno ad aumentare il patrimonio dell'azienda[6], l'analisi della gestione dei rischi d'impresa comprenderà quei fattori che vanno ad impattare tale grandezza economica.

Come anticipato una prima analisi dei rischi può essere fatta ponendosi sia dal lato finanziario che dal lato aziendalistico suddividendoli quindi fra *rischi di mercato* ed *aziendali*. Entrambi influenzano il valore d'impresa, ma in modi differenti: i rischi di mercato comportano nella maggior parte dei casi *costi*, interessano tutti gli agenti economici e possono essere traferiti a terzi, i rischi aziendali, al contrario, sono parte integrande del *processo produttivo*, devono essere gestiti internamente, e possono contribuire alla creazione di valore.

In una visione generalizzata la relazione che lega il valore dell'impresa ai flussi di cassa generati (expected cash flow, $E(NCF_t)$) è la seguente:

$$V = \sum^{t} \frac{E(NCF_t)}{(1+r)}$$

In cui *r* è il costo del capitale dell'impresa, e *V* è il suo valore.

Vi sono varie teorie economiche a sostegno del valore di impresa, fra queste la "teoria di conservazione del valore", introdotta da J.B. Williams[7] e poi ripresa da F. Modigliani e M.H. Miller[8].

Secondo Williams il valore di qualsiasi asset, industriale o finanziario, e perciò anche di un business e di un'impresa, è funzione di tre fattori:

- la capacità di *generazione* flussi di cassa;
- la distribuzione nel *tempo* di tali flussi di cassa;
- l'*incertezza* associata alla manifestazione di tali flussi e al loro timing. È tale incertezza che determina la probabilità di rischio.

[6] Rappaport A., *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New. York, 1998.
[7] Williams J.B., *The theory of investment value*, Amsterdam, North Holland, 1938.
[8] Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American economic Review, vol 68, n.3, giugno 1958.

L'idea di valutare gli asset in funzione dei flussi monetari futuri che essi sono in grado di generare attualizzandoli viene presentata in maniera esaustiva da Irving Ficher, il quale sosteneva l'importanza del *valore finanziario del tempo*[9].

Il valore atteso dei flussi generati da un'iniziativa viene sottoposto a due rettifiche: la prima in funzione del *rischio*, la seconda in funzione del *tempo*, entrambe rappresentate da *r* nell'equazione precedente. Una volta rettificati i flussi in funzione del rischio, eliminando quindi l'incertezza, si ottengono quelli che possono essere definiti come "equivalenti certi"[10] che dipenderanno quindi solo dal valore finanziario del tempo.

Prima di concentrarci sulle rettifiche, dovremmo chiederci cosa determina la capacità di *generare* flussi di cassa. Un'impresa genera cash flows dal momento in cui investe le proprie risorse in progetti a NPV positivi, ad esempio, oppure se possiede una buona gestione o se si trova in un momento per lei favorevole.

I flussi di cassa sono inoltre influenzati da: rischi di quantità e di prezzo, e rischi legati alla struttura dei costi dell'impresa.

Il rischi di *quantità e di prezzo* vanno ad influire sulla *redditività*[11] e più precisamente sulla performance[12] dell'impresa; fanno riferimento alla struttura operativa aziendale ed il loro impatto è quantificato di norma tramite la *leva operativa*, definita come la sensibilità del reddito alla variazione dei ricavi:

$$LO = \frac{Fatturato - Costi\ variabili}{Reddito\ Operativo}$$

Le componenti di questo rapporto sono influenzate dalla quantità di beni prodotti (fatturato) o acquistati (costi variabili) e dal prezzo unitario di acquisto (costi variabili) e di vendita (fatturato) di tali beni.

Dal lato del fatturato le quantità vendute possono variare secondo diverse situazioni legate ad esempio al cambiamento di preferenza dei consumatori o dall'indebolimento del marchio, il livello dei ricavi di vendita può aumentare perché l'impresa di trova in una posizione di predominio nel mercato o può scendere se si verifica una guerra di prezzi.

---

[9] Fisher I., *The Rate of Interest: Its Nature, Determination, and Relation to Economic Phenomena*, The MacMillan Company, New York, 1907.

[10] Knight F., *Risk, Uncertain and Profit, Kelley*, 1921.

[11] "…La "redditività" è una misura relativa che contrappone l'output con l'input e ci dice quanto reddito è prodotto per ogni unità di input immesso..." da *Afferrare il futuro! Strategie di risk management per l'impresa di domani*, (a cura di Mantovani G., Gurisatti P. e Soffietti G.)

[12] "... La "performance" è una misura relativa della redditività rispetto al rischio e, per questo, più completa…" da *Afferrare il futuro! Strategie di risk management per l'impresa di domani*, (a cura di Mantovani G., Gurisatti P. e Soffietti G.)

Dal lato dei costi variabili le quantità acquistate possono invece variare a seconda del tipo di prodotto che si vuole produrre; una razionalizzazione della produzione potrebbe condurre a meno sprechi ed ad una conseguente riduzione dei costi, un'oscillazione dei costi unitari di ciascuna unità acquistata può dipendere dalle quotazioni di mercato se parliamo di una materia prima (commodity) oppure dal cambiamento delle tariffe di uno specifico fornitore.
Sia dal lato del fatturato che dei costi l'aumento/riduzione dell'inflazione provoca una variazione nelle aspettative di acquisto e di vendita; inoltre, se si parlano di acquisti o vendite con paesi non appartenenti alla zona Euro, anche il tasso di cambio giocherà il suo ruolo.

I rischi legati alla *struttura dei costi dell'impresa* sono in un certo senso collegati al rischio di quantità e di prezzo e riguardano il rapporto fra i costi fissi e i costi variabili.
Una determinata struttura di costo simboleggia, nella maggior parte dei casi, il tipo di attività svolto ed il settore di appartenenza dell'impresa: in un regime di oligopolio, ad esempio, poche imprese sono a capo del mercato data l'elevata quantità di costi fissi necessari.
Oltre al mercato di riferimento, anche l'orizzonte di valutazione cambia prospettiva: nel breve periodo alcuni fattori di produzioni rimangono fissi come lo stock di impianti e attrezzature, più il periodo si allunga più i fattori considerati diventano variabili.
La struttura dei costi è importante perché nel caso in cui un'impresa sostenga solo costi variabili (difficilmente riscontrabile nella realtà) essi risultano proporzionali alla quantità prodotta, quindi la variabilità del costo in relazione ai diversi gradi di utilizzo della capacità produttiva è nulla; nel caso in cui invece tutti i costi siano fissi (altra situazione limite) la variabilità del costo medio di produzione alle variazioni delle quantità prodotte sarà molto grande, infatti man mano che aumenta la produzione il costo per ogni singola unità sarà sempre più piccolo.
Il mix costi fissi e costi variabili costituisce i costi totali i quali rappresentati insieme ai ricavi permettono di identificare il break even point.

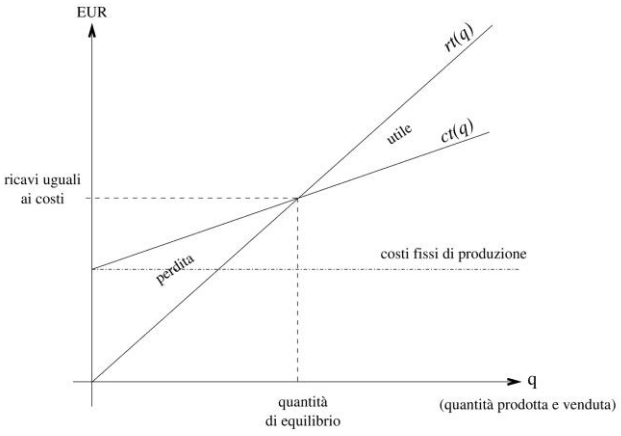


Figura 1.1 Break even point

Una diversa struttura dei costi comporta effetti diversi in caso di variazione dei prezzi: ad esempio nel caso di una struttura con bassi costi fissi ed elevati costi variabili una contrazione del mercato con conseguente diminuzione delle quantità prodotte e quindi vendute non provocherebbe perdite ingenti all'impresa. Quest'ultima può contrarre i suoi costi variabili adattandoli alla nuova situazione del mercato.
Diverso è il caso di una prevalenza di costi fissi, in tale cenario la possibilità di economia di scala è quello che aiuta l'impresa a ridurre il costo unitario di ogni prodotto venduto. La preseza di economie di scala in un settore influenza il suo grado di concentrazione che costituisce uno degli elementi fondamentali della struttura del mercato. Il concetto verrà approfondito più avanti.
Per capire come il valore dell'azienda venga influenzato dai vari fattori di rischio va considerata inoltre l'*elasticità dei flussi di cassa* in relazione alle variazioni delle singole variabili[13]: maggiore l'elasticità, maggiore il rischio.

Ora che si è chiarito come i flussi di cassa vengono generati ritorniamo al concetto di *attualizzazione dei flussi* e riprendendo la relazione esistente fra rischio e rendimento possiamo osservare che nella valutazione di un asset ad un maggior rischio corrisponde un tasso di attualizzazione più elevato e, quindi, un minor valore.

Per rettificare (attualizzare) i flussi in funzione del *tempo* viene utilizzato un tasso privo di rischio (risk-free rate), solitamente riferito a rendimenti di titoli di Stato. Il titolo di riferimento è scelto in modo che abbia la stessa scadenza dell'investimento da valutare.

Per la rettifica in funzione dei *rischio* si fa riferimento all'esposizione di un investimento o di un business a certi tipi di rischi, i quali possono essere *endogeni* o *esogeni*:

- Fra i fattori *esogeni* rientrano le variabili macroeconomiche fra le quali possiamo riconoscere, ad esempio, l'andamento generale del settore di attività, l'oscillazione dei prezzi delle materie prime, la variazione dei tassi di cambio e dei tassi di interesse. Queste variabili non sono influenzabili dall'azienda, ed il management non ha il controllo su di essere come potrebbe avere sui fattori quali la scelta del segmento di mercato, l'indebitamento o la struttura aziendale. Queste variabili hanno la peculiarità di essere correlate fra loro, ed essere inoltre condivise da altri operatori, tale rischio è eliminabile sia tramite acquisto di coperture ad hoc (strumenti derivati) sia trasferendolo (assicurazione) (*rischi di mercato*).

[13] M. Adler, B. Dumas, *Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement*, Financial Management, vol. 13, no. 2, pp. 41-50, 1984

- Fra i fattori, invece, *endogeni* rientrano quelli che incidono sui risultati attesi di una specifica iniziativa o rischi del core business, propri dell'attività dell'impresa (specific o unique risk, rischi di tipo aziendale). Tali rischi non possono essere trasferiti in quanto parte integrante del processo produttivo. (*rischi aziendali*)
  Un ulteriore fattore endogeno può essere considerato la capacità di difendersi in caso di eventi indesiderati, valutata in relazione alla qualità del management e al suo grado di flessibilità. Nel caso di un cambiamento delle condizioni di mercato il management deve essere in grado di adattare il business alla nuova congiuntura economica per poter sopravvivere.

Tornando al fattore *r* introdotto nella relazione iniziale, anche conosciuto come *costo medio ponderato del capitale*, può essere scomposto come di seguito:

$$r = K_e * \left(\frac{E}{C}\right) + K_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{C}\right)$$

Dove K_e è il tasso di rendimento richiesto per il capitale proprio (equity), *E* è il valore di mercato complessivo dell'equity, K_d è il tasso di rendimento richiesto per il capitale di debito, *t* è l'aliquota di tassazione, *D* è il valore complessivo dei debiti e *C* è il capitale totale investito in azienda. È importante precisare che D e E vanno determinati sulla base dei valori di *mercato* del debito e dell'equity e non dai valore contabili.

Il *costo medio ponderato del capitale* in ambito aziendale rappresenta:

- per *management*, il risultato economico minimo che l'impresa deve ottenere per attrarre e trattenere presso di sé i capitali in un contesto competitivo nel quale gli investitori analizzano e confrontano tutte le opportunità di impiego accessibili.
- per degli *investitori*, il rendimento atteso sulle risorse finanziarie impiegate.

In questa relazione convivono i due concetti di rischio esposti precedentemente: aziendale e di mercato, rispettivamente la visione de management e quella degli investitori.

Per ciò che riguarda K_e esso risulta difficile da calcolare in quanto non si tratta di un dato certo, come ad esempio gli interessi passivi corrisposti sul debito, ma di un "costo-opportunità" (l'opportunità di investire diversamente) da calcolare, nella maggior parte dei casi, tramite la seguente relazione:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta^{14}$$

Tale relazione, più strettamente finanziaria che aziendalistica, deriva dal CAPM (Capital Asset Pricing Model) e si riferisce al caso in cui il valore dell'impresa in oggetto dipenda maggiormente da fattori macroeconomici o che gli investitori in funzione dei quali viene fatta la valutazione ragionino in un'ottica di diversificazione di portafoglio[15]. Un metodo alternativo che tiene conto, oltre al rischio di mercato, anche ad altri rischi specifici è l'APT (Arbitrage Pricing Theory), il quale però, nonostante fornisca un valore più accurato, è poco utilizzato per la sua complessità e la poca differenza di valutazione con il CAPM.

La componente K_d è invece influenzato da due principali fattori: il livello corrente dei tassi di interesse (*tasso-base*) e la probabilità che l'impresa non sia in grado di rispettare i propri obblighi di pagamento degli interessi o di rimborso del capitale (*spread)*.
Il tasso-base corrisponde al rendimento corrente dei finanziamenti a lungo termine senza rischio, percepito anche come il costo-opportunità per i sottoscrittori delle passività dell'impresa, lo spread costituisce il premio per il rischio di solito valutato avvalendosi delle classi di rating; quest'ultimo può variare a seconda della rischiosità della *struttura del capitale dell'impres*a.
Sul concetto di struttura del capitale d'impresa, o meglio, *rischi legati alla struttura finanziaria d'impresa* vi è una forte componente aziendalistica oltre che finanziaria.
Tale tipologia di rischio riguarda la decisione dell'impresa sulla composizione delle proprie fonti fra finanziamenti interni e finanziamenti esterni. Secondo la teoria di Modigliani e Miller precedentemente esposta le modalità con cui l'impresa decide di finanziarsi non dovrebbero impattare sul suo valore, solo in presenza di benefici fiscali l'impresa può aumentare il suo valore spingendo il livello d'indebitamento fino all'infinito. D'altro canto per ovvia presenza di imperfezioni nei mercati reali, la scelta della struttura finanziaria incide in maniera cruciale sulla redditività e la performance aziendale.

Il rischio legato alla struttura finanziaria viene quantificato con la *leva finanziaria* (o leverage o rapporto di indebitamento).

$$Leverage = \frac{Capitale\ Proprio + Capitale\ di\ terzi}{Capitale\ Proprio}$$

Il *capitale di debito* è costituito da finanziamenti sottoscritti con istituti di credito o obbligazioni emesse dalla stessa società rendendo altri soggetti privati creditori, il *capitale proprio* è

[14] Dove R_f è il tasso privo di rischio, R_m è il rendimento di un portafoglio contenente tutti i titoli rischiosi presenti sul mercato, $R_m - R_f$ rappresentante l'equity risk premium, e β il quale indica il grado di sensibilità dei rendimenti dell'attività in oggetto di valutazione (nel nostro caso l'impresa) rispetto al rendimento del mercato.
[15] Si ricordi quanto precedentemente detto riguardo la teoria di portafoglio.

costituito sia dal capitale cosiddetto di rischio (equity), sia da fondi interni derivanti dal processo di autofinanziamento.

Ad un aumento del capitale di terzi consegue:

- Un aumento degli *oneri finanziari* causato, da un lato all'incremento del tasso di interesse dovuto alla maggiore rischiosità dell'impresa dato l'aumento di portatori di interessi esterni all'impresa, dall'altro una maggiore base di calcolo su cui calcolare gli oneri finanziari.
- Un aumento del *beneficio fiscale*, in quanto il capitale di debito risulta per l'impresa un costo, e non è dunque soggetto a tassazione. I benefici fiscali contribuiscono alla creazione di valore.

Un aumento dei finanziamenti esterni all'impresa non è dunque sempre un segnale negativo, non bisogna però spingersi troppo oltre una determinata soglia in quanto si può andare in contro a *costi del dissesto finanziario* o peggio *del fallimento.* Tali costi si manifestano con l'aumento della probabilità di insolvenza o fallimento collegato all'incapacità dell'azienda di fare fronte alle passività aziendali in scadenza, aumentando di conseguenza il rischio di credito. L'impresa dovrà dunque trovare il giusto *trade-off* fra debito ed equity in modo da sfruttare i benefici fiscali senza però ledere i margini aziendali.

La teoria che si occupa di questo equilibrio è la teoria del *trade-off* di cui si veda il grafico sottostante:

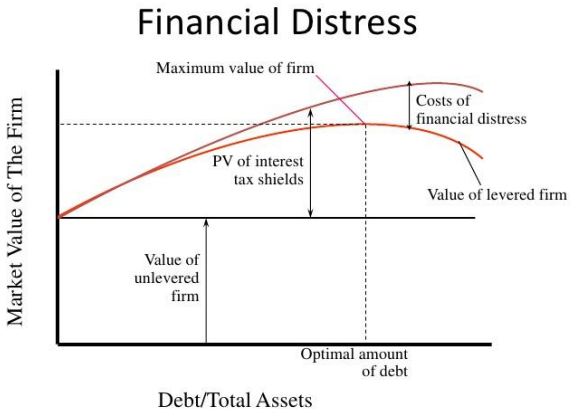


Figura 1.2 Trade-off theory

Un'altra teoria che guarda alla struttura finanziaria d'impresa la quale, però, non persegue l'obiettivo di un livello di indebitamento ottimale, è la *pecking order theory*. Tale teoria (detta anche la *teoria dell'ordine di scelta*) sfrutta le asimmetrie informative presenti fra management ed azionisti, dato che gli ultimi sono in possesso di maggiori informazioni, e prevede che il

management delle imprese cerchi di evitare che il mercato interpreti le scelte finanziarie in chiave opportunistica. Secondo questa teoria le imprese profittevoli ricorrono a meno debito delle altre perché per finanziarsi ricorrono prima di tutto all'autofinanziamento ed al capitale proprio, il ricorso al debito è visto coma una mancanza di risorse interne disponibili.
Un'ulteriore teoria riguardante la struttura del capitale è la *market timing theory*[16] secondo la quale il mercato non riflette in maniera "razionale" il valore dell'equity e del capitale di debito; ed il disallineamento fra fair value e market value viene utilizzato dall'impresa per finanziarsi. Infatti in caso di sovra-valutazione delle azioni dell'impresa la strategia più conveniente sarà quelle di emissioni di nuove azioni (ingente capitale, ma limitata diluizione delle quote esistenti), nel caso contrario di un aumento del valore del debito il ragionamento sarà analogo.

Un fattore meno finanziario e più propriamente aziendalistico di rischio è invece la *propensione al rischio dell'imprenditore*. Tale orientamento può variare in relazione alla composizione del patrimonio extra-aziendale della proprietà: la propensione al rischio è tanto maggiore quanto più il patrimonio extra-aziendale è quantitativamente importante (rispetto a quello aziendale) e si dimostra sensibile alle stesse variabili di prezzo finanziarie cui sono esposti i margini reddituali dell'impresa. Altri criteri di analisi possono essere le soluzioni di copertura adottate dall'imprenditore in passato, in particolare la percentuale di copertura delle singole posizioni rischiose (nulla, parziale, totale), la natura (simmetrica o asimmetrica) delle coperture utilizzate, l'attitudine a ridefinire nel tempo l'esposizione ai rischi finanziari in relazione alla dinamica corrente del mercato dei capitali (gestione statica o dinamica della posizione), e così via.
Un esempio da considerare è il caso in cui vi sia un periodo di elevata volatilità della valuta domestica e l'attesa di una sua svalutazione; un imprenditore fortemente avverso al rischio (risk-averse) manterrà una copertura statica e simmetrica per tutti i tipi di negoziazioni in modo da non esporsi in alcun modo alla volatilità del tasso di cambio, ma perdendo l'opportunità di approfittare di oscillazioni favorevoli. Al contrario possono esservi imprenditori propensi al rischio (risk-loving), tali soggetti andranno alla ricerca di quegli investimenti che promettono di ottenere un profitto maggiore, ma a scapito di un più elevato grado di rischio.

In conclusione, tornando al concetto iniziale, "*creazione di valore significa accrescere la dimensione del capitale economico, cioè in breve il valore dell'impresa intesa come investimento. Ma il maggior valore che via via si forma, in non pochi casi, per essere percepito e misurato dagli azionisti-risparmiatori deve passare anche nel valore di mercato, cioè trasferirsi sui prezzi delle azioni. Creazione e diffusione del valore sono perciò momenti complementari*"[17]

[16] Baker M., Wurgler J., *Market timing and Capital Structure*, Journal of Finance, vol. 57, no. 1, pp. 1-32, 2002.
[17] Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via Europea*, Milano, EGEA, 1991.

Ora che sono stati introdotti tutti i principali *eventi* che possono impattare la formazione e conservazione del valore in azienda procediamo con l'identificazione delle varie categoria di rischio.

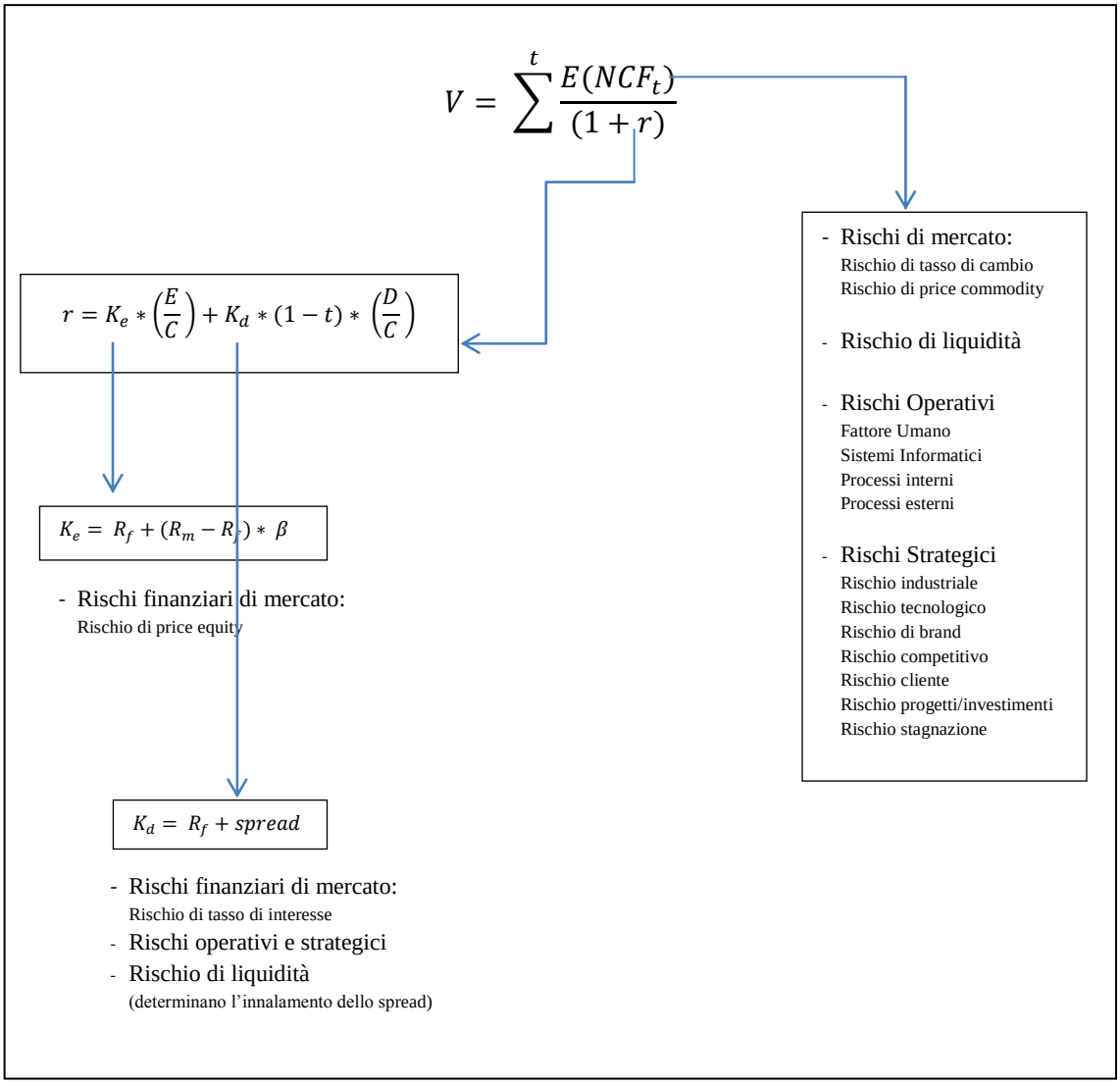
1.3. Identificazione delle categorie di rischio

È difficile isolare e gestire singolarmente i vari rischi che impattano sulla gestione dell'azienda in quanto essi sono legati da una rapporto di complementarità, da qui l'idea di *sistematicità* dei rischi d'impresa, inerente al fatto che tali rischi sono capaci di condizionare il reddito (ed i flussi di cassa) non solo nel loro singolo accadimento, ma, e soprattutto, concatenati alle politiche aziendali.

L'analisi dei rischi che influenzano la gestione aziendale può essere praticata secondo due logiche: top-down o bottom-up. La logica top down tende ad iniziare l'analisi focalizzandosi sui rischi cosiddetti "macroeconomici", principalmente rischi di tipo finanziario, per poi passare ai rischi specifici dell'impresa in oggetto (rischi operativi e strategici). L'approccio bottom up, invece, segue l'ottica inversa, iniziando dai rischi specifici di business e concludendo con i rischi macroeconomici. La pratica più utilizzata dalle imprese è la top down, ed è questa che verrà seguita per presentare i rischi in oggetto, iniziando quindi da quelli finanziari, continuando con gli operativi e concludendo con gli strategici. Per i primi disponiamo quasi sempre di dati di mercato che ci permettono di costruire degli scenari per gestirne la probabilità di accadimento, al contrario per i rischi strategici ed operativi, che sono strettamente dipendenti allo specifico "makeup" dell'impresa presa in considerazione, ci son meno dati disponibili. Vi era la tendenza, fino a qualche decennio fa, a considerare i rischi di tipo finanziario come i più importanti, nonostante numerose le ricerche fatte abbiano dimostrato che sono invece i rischi di tipo operativo e strategico ad essere quelli più pericolosi in quanto, appunto, meno prevedibili ed ad impatto più alto. Fra questi rientrano i cosiddetti "black swan", eventi inaspettati, isolati ad effetto devastante[18].

Di seguito lo schema di suddivisione dei rischi seguendo la logica di creazione di valore precedentemente esposta.

[18] Taleb N.N., *Il Cigno nero, Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore,2007.


$V = \sum^{t} \frac{E(NCF_t)}{(1+r)}$
$r = K_e * \left(\frac{E}{C}\right) + K_d * (1-t) * \left(\frac{D}{C}\right)$
- Rischi di mercato:
Rischio di tasso di cambio
Rischio di price commodity
- Rischio di liquidità
- Rischi Operativi
Fattore Umano
Sistemi Informatici
Processi interni
Processi esterni
- Rischi Strategici
Rischio industriale
Rischio tecnologico
Rischio di brand
Rischio competitivo
Rischio cliente
Rischio progetti/investimenti
Rischio stagnazione
$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$
- Rischi finanziari di mercato:
Rischio di price equity
$K_d = R_f + spread$
- Rischi finanziari di mercato:
Rischio di tasso di interesse
- Rischi operativi e strategici
- Rischio di liquidità
(determinano l'innalamento dello spread)

1.3.1.Rischi finanziari

I rischi di tipo finanziario, come anticipato, sono quei rischi di entità macroeconomica, esogeni all'impresa, fra i quali ritroviamo i rischi di mercato, che comprendono il rischio di tasso di interesse, il rischio di tasso di cambio, il rischio di price equity ed il rischio di price commodity; inoltre il rischio di credito ed il rischio di liquidità.

L'aumento della volatilità dei tassi di cambio risale all'anno 1971 anno dello scioglimento del trattato di Bretton Woods con il quale il cambio era stato fissato secondo il gold exchange standard. Esso prevedeva cambi fissi fra valute, agganciate al dollaro, a sua volta legato al valore dell'oro. Tale convenzione rendeva le transazioni sicure e prive di rischio di perdita nel caso di negoziazioni con paesi di divisa differente, la sua abolizione fece sì che ogni operatore economico volesse commerciare con la propria moneta per paura delle perdite. L'improvvisa volatilità dei cambi è illustrata nelle Figure 1.1 e 1.2 nelle quali sono rappresentante le quotazioni del Marco Tedesco e dello Yen Giapponese dagli anni '50 agli anni '90.

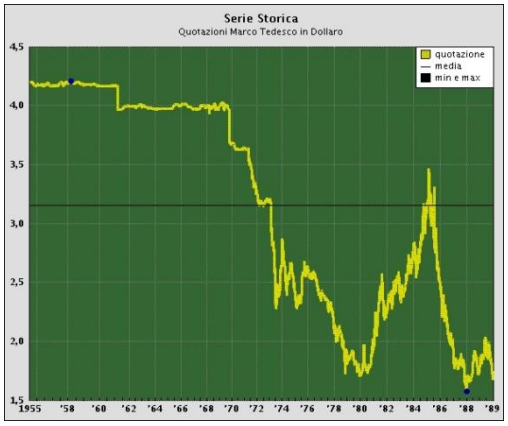


Figura 1.3 Fonte: Banca d'Italia , quotazione Marco tedesco/USD

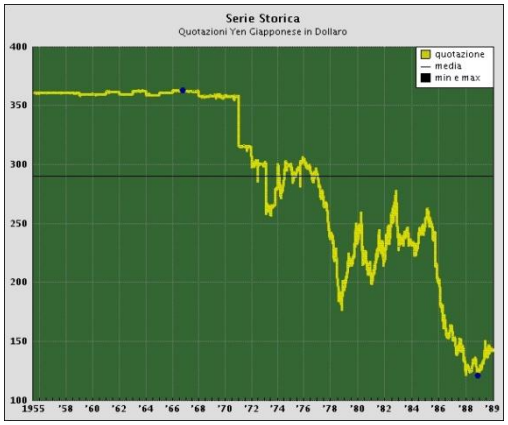


Figura 1.4 Fonte: Banca d'Italia, quotazione Yen/USD

Per ciò che riguarda la volatilità del tasso di interesse l'evento scatenante fu invece il cambiamento di politica da parte della Fed, prima incentrato sulla stabilità dei tassi, poi sulla crescita dell'offerta di moneta (6 Ottobre 1979). Da tale data si osservano importanti oscillazioni dei tassi di interesse.
Va precisato che il tasso di interesse viene determinato in fase di equilibrio fra la domanda e l'offerta di moneta, la prima è la quantità di moneta trattenuta in media dal "pubblico", inteso come l'insieme delle famiglie e delle imprese (escluse le banche), la seconda è la quantità di moneta immessa nel mercato dalla banca centrale. È intuitivo, quindi, che se l'offerta di moneta rimane costante, al variare della domanda di moneta sarà il tasso di interesse a cambiare per ritornare ad una situazione di equilibrio; rappresentato nella Figura 1.3.

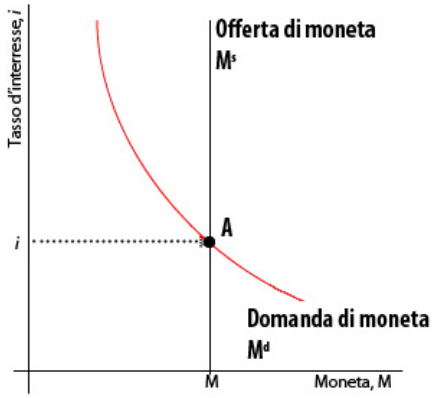


Figura 1.5 Equilibrio domanda/offerta di moneta

Il rischio di price equity si riferisce invece principalmente all'oscillazione dei prezzi delle azioni nei mercati finanziari, il quale può essere influenzato dalle politiche aziendali, ad esempio, di distribuzione dei dividendi, o da come queste vengono percepite dal mercato (teoria dei segnali[19]).
Infine, il rischio di price commodity[20] dipende soprattutto dalle contrattazioni delle merci nei vari mercati di riferimento, dall'accadimento di catastrofi naturali e dalla reperibilità dei beni in oggetto. Essi possono essere materie prime come beni agricoli, metalli, beni energetici, carni o beni tropicali o coloniali..
Il rischio di credito ed il rischio di liquidità verranno approfonditi in seguito assieme agli altri.

[19] Asquith P., Mullins D.W., *Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*, Financial Management, vol. 15, pp. 27-44, 1986.
[20] Un bene è definito *commodity* se è offerto sul mercato e non presenta alcuna differenza qualitativa, ogni bene-commodity è perfettamente fungibile con gli altri ed il prodotto è lo stesso indipendentemente da chi lo produce

1.3.1.1. Rischio di mercato

Il rischio di mercato si registra dal momento in cui si verifica un cambiamento in alcune determinanti del mercato quali il prezzo degli asset, i tassi di riferimento (LIBOR ecc..), indici, valute, ecc… All'interno della macro-classe dei rischi di mercato si tende a comprendere, come anticipato nella sezione precedente, il rischio di tasso di interesse, di tasso di cambio, di prezzo dell'equity e di prezzo di commodity.

La gestione di questo tipo di rischio varia a seconda che si parli si una financial firm o di una non-financial firm. Nonostante esso, per la sua natura, non possa essere eliminato in nessun caso, per le società finanziarie rappresenta un rischio di core business, mentre per le imprese non finanziarie è solo un rischio in più a cui esse devono far fronte. Focalizzandoci sulle imprese non finanziarie, il rischio di mercato è quel rischio che all'inizio dell'analisi abbiamo classificato come esogeno e non portatore di valore per l'impresa.

Il rischio di mercato si ripercuote in maniera più forte sulle piccole imprese piuttosto che sulle grandi; in quanto le imprese dotate di punti di forza distintivi tipo marchi e tecnologie di produzione, affronteranno in maniera migliore i periodi di recessione non rischiando di essere espulse dal mercato.

Vediamo ora singolarmente analizzandone sia la sfera aziendale che la sfera finanziaria.

1.3.1.1.1. Rischio di tasso d'interesse

Quando si parla di rischio di tasso di interesse si fa riferimento alla variazione inaspettata dei tassi nel tempo e all'influenza che essi hanno sul valore delle attività e passività esposte a tale rischio.

Si è introdotta precedentemente la relazione fra tasso di interesse, domanda di moneta ed offerta di moneta e come i tassi varino in relazione alle politiche della banca centrale. Si è preso in considerazione il caso in cui l'offerta di moneta rimanga invariata ed il tasso di interesse venga quindi determinato dalla sola variazione della domanda di moneta. La domanda di moneta è funzione del reddito disponibile, dunque un aumento del reddito provoca un incremento del tasso di interesse in quanto, al tasso iniziale, la domanda di moneta eccede l'offerta di moneta, quindi per indurre gli individui a tenere una quantità inferiore di moneta è necessario un aumento del tasso di interesse. Vi è invece una diminuzione del tasso di interesse nel caso di un aumento dell'offerta di moneta, ed una riduzione del tasso di interesse provoca un aumento della domanda di moneta in modo da eguagliare la nuova offerta di moneta.

È evidente che in un periodo di forte variazione dei tassi di interesse un'impresa si troverebbe in seria difficoltà nella redazione delle sue proiezioni economiche non essendo in grado di prevedere l'ammontare degli oneri finanziari che dovrà sostenere e se potrà permettersi di sottoscrivere un finanziamento date le condizioni fortemente incerte.

Le previsioni riguardanti l'andamento dei tassi di interesse sono rappresentate dalla curva della *struttura a termine dei tassi di interesse*[21], essa descrive la relazione fra il tasso di sconto e la duration (time to maturity) di un titolo. La struttura per scadenza contiene tutti i fattori di attualizzazione dei rendimenti futuri ed è quindi indispensabile per analizzare tutte le operazioni economiche proiettate nel futuro.

Il rischio a cui si fa riferimento nell'analisi delle variazioni dei tassi di interesse è il *curve risk*, il quale si presenta in due forme differenti:

- *Paralle shift*, riguardante lo spostamento della curva dei tassi; esso si verifica quando uno shock nei mercati ha uno stesso effetto sul tasso di strumenti con scadenze differenti.
- *Change in shape*, cambiamento di "forma" della curva stessa; si manifesta nel caso invece in cui uno shock dei mercati abbia maggiore effetto sui tassi di strumenti a scadenza breve che sugli altri di media-lunga.

Questo ultimo fattore può determinare un cambiamento nella pendenza e nella curvatura della struttura a termine, modificandone la concavità e la sensibilità alla scadenza. La forma "normale" della struttura a termine dovrebbe essere come quella riportata nella Figura 1.6 in cui i tassi crescono all'aumentare della scadenza.

Rendistato per fasce di vita residua anno 2013	
1 Anno	1,24
2 Anni	1,74
3 Anni	2,25
4 Anni	2,78
6 Anni	3,25
8 Anni	3,69
12 Anni	4,25
20 anni e oltre	4,91

Tabella 1.1 Fonte: Banca d'Italia, Rendistato anno 2013

[21] Con struttura per scadenza o struttura a termine si intende la relazione esistente tra i tassi di rendimento di titoli aventi le medesime caratteristiche quanto a dividendi, cedole pagate (in genere si suppone tale valore nullo), rischiosità e clausole contrattuali, ma con scadenze diverse.

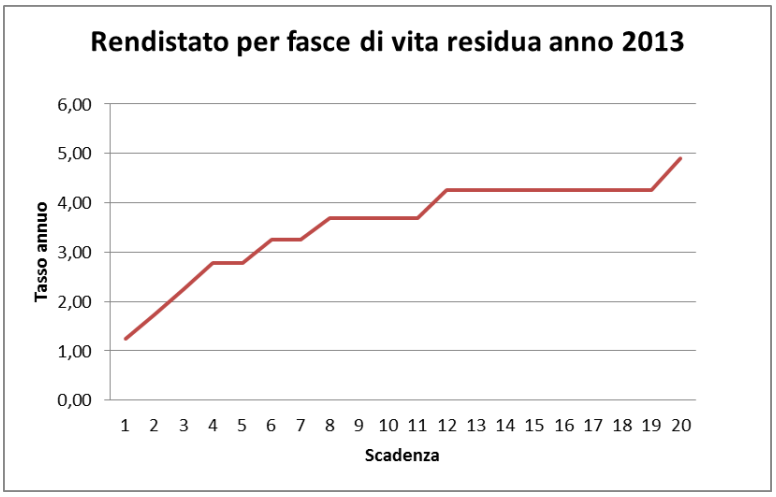


Figura 1.6 Fonte: Banca d'Italia, Rendistato anno 2013

Uno strumento utile per misurare l'esposizione al rischio di tasso di interesse è, dunque, la durata media finanziaria, meglio nota come *duration*. Il suo valore tiene conto tanto del timing quanto dell'ammontare dei flussi generati dal titolo di riferimento, attribuendo un peso maggiore ai flussi più lontani nel tempo ed a quelli con valore attuale più elevato; la duration sarà tanto maggiore quanto è protratta la scadenza del titolo e quanto maggiore è l'ammontare dei flussi distribuiti in prossimità della scadenza.

Proiettando l'analisi in azienda notiamo che una variazione dei tassi di interesse produce una variazione del costo della struttura del passivo a medio/lungo termine o della remunerazione della parte dell'attivo dell'impresa. La vulnerabilità dell'impresa è quindi legata all'ammontare dei finanziamenti o degli investimenti soggetti a tale rischio.

Avverse variazioni dei tassi di interesse espongono infatti l'attività:

- Al rischio di perdite in *conto capitale*, per effetto del deprezzamento/apprezzamento del valore di mercato delle proprie attività/passività a tasso fisso e ai conseguenti oneri da sostenere per smobilizzare la posizione detenuta in un portafoglio a condizioni di mercato meno favorevoli a quelle originarie;
- Al rischio di perdite in *conto interessi*, per effetto dei minori interessi attivi incassati sulle proprie attività a tasso variabile, ovvero dei maggiori interessi passivi pagabili a fronte delle proprie passività a tasso variabile.

Il tasso di interesse di riferimento di un contratto di prestito o di un finanziamento è il tasso di interesse *nominale* dal quale si ottiene il tasso di interesse *reale* applicando il tasso di inflazione vigente in una data economia. Benché il tasso da tutti conosciuto e scritto persino sulle pagine finanziarie sia quello nominale è opportuno tener conto anche del tasso reale, nel caso, ad esempio,

che un prestito venga sottoscritto per finanziare un investimento e si debba valutare in un'ottica di lungo periodo durante il quale l'inflazione può variare in maniera considerevole rendendo l'investimento non più conveniente. Basti pensare al 1981, periodo durante il quale negli Stati Uniti il tasso di interesse sui Titoli del Tesoro a un anno era di ben 12,6%, mentre nel 2001 scese in maniera considerevole fino ad arrivare al 4,6%. Va tenuto conto che in questo periodo anche l'inflazione scese considerevolmente da circa 12% nel 1981 al 2% nel 2001. Il motivo principale per cui è importante considerare anche il tasso reale[22] risiede nel fatto che quest'ultimo è il tasso di interesse espresso in termini di beni, ossia di potere d'acquisto. Se si decide di investire una somma di denaro oggi per riutilizzarla fra un anno, si deve tener conto non solo dell'interesse che maturerà sul deposito, ma anche di quando il capitale perderà di valore nello stesso arco di tempo per effetto dell'inflazione.

Al netto dell'inflazione, i tassi di interesse sono in ribasso da trent'anni e il loro basso livello attuale incoraggia gli investitori alla ricerca di rendimenti ad accollarsi rischi supplementari. I tassi bassi lasciano inoltre alle banche centrali poco margine di manovra per allentare la politica monetaria in una fase di rallentamento in quanto il tasso di interesse nominale non può scendere sotto lo zero. Una spiegazione per i bassi tassi di interesse è la scarsità di progetti di investimento attraenti.

1.3.1.1.2. Rischio di tasso di cambio

Il rischio di cambio è legato a oscillazioni inattese dei tassi di cambio; esso interessa le imprese che decidono di avere rapporti di tipo commerciale, o finanziario, con Paesi di divisa differente. Il rischio di cambio va affrontato diversamente a seconda che si tratti di semplice attività di esportazione all'estero o di investimenti internazionali diretti, in generale l'analisi riguarda i seguenti aspetti:

- *Transaction exposure*: l'incertezza dei risultati economici dovuta a variazioni nel lasso di tempo che intercorre fra la formazione di un'obbligazione finanziaria o la stipulazione di un contratto in valuta estera e il relativo, futuro, regolamento. È importante capire il momento in cui il rischio sorge per poter garantire un tasso di cambio al quale viene

[22] La relazione fra tassi nominali e reali può essere espressa attraverso l'equazione di Fisher:

$$i_r = \frac{1 + i_n}{1 + p} - 1$$

Dove i_n è il tasso nominale, i_rè il tasso reale e p la variazione attesa dei prezzi.

calcolata la redditività della transazione. Vi è uno scostamento molto spesso fra il momento in cui sorge il rischio e quello in qui l'operazione viene contabilizzata. Ad esempio in periodi di elevata volatilità la data di fatturazione può determinare una conseguente volatilità anche dei risultati contabili. Una delle modalità con le quali viene evitato questo rischio sono gli strumenti di copertura cosiddetti "rigidi", come gli acquisti e le vendite a termine o i finanziamenti in valuta, i quali permettono di salvaguardare il margine aziendale, ma non consentono di cogliere le opportunità che possono presentarsi nel mercato.

- *Translation exposure*: chiamata anche accounting exposure, riferita a cambiamenti nel valore degli asset e delle passività d'impresa o dalla conversione dei financial statement delle sussidiarie estere nella divisa di conto della casa madre al momento della consolidazione.
- *Economic exposure*: si riferisce agli effetti di un inatteso cambiamento nei tassi di cambio su tutti i flussi di cassa futuri. Una variazione importante dei tassi può modificare la posizione competitiva di un'impresa, quindi in maniera indiretta il suo valore in quanto va ad incidere sui suoi futuri volumi di vendita, la formazione dei prezzi e dei costi. Ad esempio, un apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro americano implica un aumento dei prezzi in dollari delle merci europee esportate negli Stati Uniti; gli esportatori europei dovranno quindi fronteggiare un declino dei volumi di vendita, e, di conseguenza dei loro profitti.

In letteratura vi sono opinioni discordanti per ciò che riguarda la copertura dal rischio di oscillazione dei tassi di cambio; esse vanno da una copertura completa (Perold e Schulman 1988), assenza totale di copertura (Froot 1993), copertura condizionata dalla percentuale di asset non-domestici in portafoglio (Jorion 1989), nel caso di un'impresa gli asset non domestici sono considerati attività denominate in moneta estera.

Quando parliamo di copertura dai rischi di tassi di cambio ci poniamo di fronte a due scenari: breve orizzonte e lungo orizzonte. Nell'analisi aziendale l'interesse è rivolto al breve periodo se si considera un semplice investimento isolato, al lungo periodo se l'impresa instaura, ad esempio, un contratto di partenariato con un'azienda estera.

Una copertura completa (100% hedging) sembra ridurre il rischio solo nel breve periodo, mentre in un orizzonte temporale più lungo porterebbe ad un aumento del rischio senza un corrispondente aumento di rendimenti[23]. Nel breve termine i rendimenti di copertura sono determinati da cambiamenti in tassi di cambio *reali* e potere di acquisto di una valuta rispetto ad un'altra. Tuttavia, aumentando l'orizzonte temporale i tassi di cambio reali tendono alla *parità di potere di acquisto*

[23] Kenneth A. Froot, *Currency Hedging Over Long Horizons*, Harvard and NBER Working Paper, no. 4355, 1993.

che, secondo la legge del prezzo unico, prevede che il prezzo di un determinato bene debba essere uguale in tutte le località quando espresso in una valuta comune. In un orizzonte di lungo periodo, dunque, i rendimenti di copertura risentono di variazioni del tasso di inflazione e dei tassi di interesse[24].

Dato che la parità di potere d'acquisto prevede che un bene debba avere lo stesso prezzo in ogni Paese se convertito in un'unica divisa, è logico considerare che in situazioni di aumento di inflazione, ad esempio domestica, il prezzo di tale bene di riferimento costi di più non per effetto del tasso di cambio, ma dell'inflazione. A tale riflessione consegue che le aspettative di una maggior inflazione domestica provocano l'aumento del potere di acquisto della valuta estera rispetto al potere di acquisto della valuta domestica, generando quindi un deprezzamento della valuta domestica (riduzione del prezzo della moneta nazionale in termini di moneta estera).

In conclusione, coprirsi dai rischio di cambio nel lungo periodo non protegge contro i fattori che davvero influenzano i rendimenti in tale ottica temporale; è opportuno, però, precisare che nel caso della gestione aziendale la volatilità degli investimenti va analizzata in un orizzonte temporale di breve periodo (short-term asset risk), in questo caso l'avversione al rischio e l'orizzonte di investimento impattano sulle politiche di copertura che saranno differenti da impresa e impresa.

Il rischio di tasso di cambio dipende molto dalla struttura dei costi dell'impresa, in quanto vi saranno costi direttamente o indirettamente dipendenti da prodotti importati, e dalla struttura dei ricavi, per effetti che le variazioni del tasso di cambio determinano sia sulla competitività internazionale dell'impresa, sia sulla struttura del mercato interno e di tutta l'economia di un paese.

1.3.1.1.3. Rischio di price equity

Il rischio di price equity si manifesta quando, a parità di tutte le altre condizioni, il valore di mercato degli strumenti in portafoglio è sensibile all'andamento dei mercati azionari; si presenta solitamente come diminuzione del valore di mercato di un investimento a seguito di variazioni delle quotazioni sottostanti. Nell'analisi di questo tipo di rischio è importante suddividere fra rischio *sistematico* e rischio *non sistematico*: il primo si riferisce a fattori generali del mercato e riguarda l'intero settore industriale, tale tipo di rischio viene considerato non diversificabile da parte delle imprese; il secondo, al contrario, è un rischio di tipo specifico dovuto alle caratteristiche

[24] Dornbusch R., *Purchasing Power Parity*, NBER Working Paper, n. 1591, 1985.
Leggere inoltre: *The Big Mac index*, The Economist, 23 gennaio 2014.

peculiari dell'impresa, tale rischio è eliminabile tramite la diversificazione secondo la portfolio theory.

Una buona governance assicura, a parità di altre condizioni, una riduzione del profilo di rischio dell'impresa, quindi un minore premio per il rischio richiesto dagli investitori.

Uno dei modi con cui si può ottenere il prezzo "ideale" di un'azione è dato dal valore attuale della rendita data da tutti i futuri dividendi distribuiti (gli utili che vengono divisi tra gli azionisti). Tale affermazione è concettualmente importante per capire come mai il valore delle azioni è così reattivo agli eventi più disparati: aumento o diminuzione del costo delle materie prime, tassi di disoccupazione o di inflazione, governi che cadono o cambiano, ecc. Infatti, tutti questi fattori, influiscono, anche se indirettamente, sugli utili che potrà realizzare l'azienda in futuro, quindi sui dividendi che essa potrà distribuire. Non sempre, però, il valore dei dividendi distribuiti dipende dalle variabili sopra riportate; l'impresa potrebbe decidere di perseguire une politica dei dividendi stabile, ossia non per forza collegata alla performance aziendale; nelle figura 1.6 e 1.7 vediamo la differenza fra le due politiche sui dividendi.

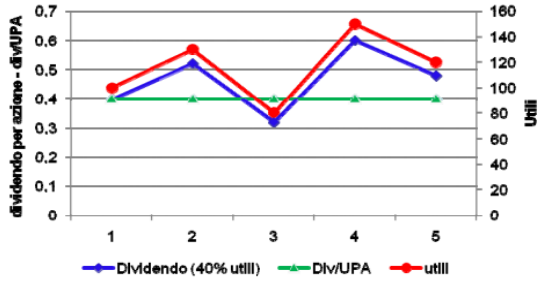


Figura 1.6 Fonte: Gardenal G., La politica dei dividendi Payout ratio costante

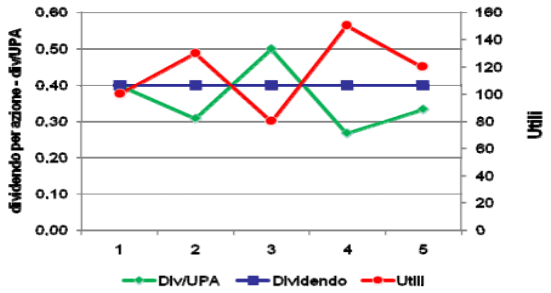


Figura 1.7 Fonte: Gardenal G., La politica dei dividendi Dividendo nominale costante.

La strategia preferita dalle imprese è quella del payout ratio[25] costante, in modo da non ritrovarsi in momenti di deficit quando gli utili non sono sufficienti a pagare i dividenti o di surplus nel caso opposto. È auspicabile seguire questo tipo di strategia in quanto in merito al concetto di asimmetrie informative fra management ed azionisti, le decisioni dei primi riguardanti la distribuzione dei dividendi segnalano al mercato finanziario informazioni sull'impresa. Infatti un incremento dei dividendi distribuiti suggerisce un'aspettativa di crescita dei flussi di cassa anche per i periodi successivi (segnale positivo), mentre nel caso di una diminuzione questo po' essere percepito come una riduzione dei cash flows (segnale negativo).

[25] rapporto fra dividendi distribuiti e utili netti conseguiti nell'esercizio

In presenza di asimmetrie informative i segnali inviati al mercato possono influenzare in maniera decisiva il prezzo dell'equity.

Collegato al rischio di price equity è il concetto di *equity risk premium*; esso rappresenta l'excess return richiesto dagli investitori in aggiunta ad un tasso risk free per compensare il rischio a cui vengono esposti sottoscrivendo le azioni. È dunque intuitivo che maggiore sarà il rischio associato ad un determinato equity, maggiore sarà il premio per il rischio richiesto.

Le determinanti economiche del equity risk premium includono l'avversione al rischio degli investitori, le informazioni disponibili, la percezione dei rischi macroeconomici, liquidità del mercato e la possibilità di eventi catastrofici.

L'avversione al rischio degli investitori conduce alla formazione di premi per il rischio direttamente proporzionali al grado di avversione: maggiore l'avversione al rischio più grande il premio richiesto.

Le informazioni presenti sul mercato possono determinare la formazione del price equity in quanto permettono agli investitori di fare previsioni sull'andamento futuro dei loro investimenti e, quindi, dei possibili utili. Le differenze informative fra un mercato e l'altro possono essere una delle ragioni per cui gli investitori richiedono maggiori premi di rischio in alcuni mercati emergenti piuttosto che in altri. I mercati variano in termini di trasparenza e requisiti informativi; mercati come la Russia, dove le imprese offrono poche informazioni sulle operazioni effettuate, dovrebbe avere premi di rischio più alti che mercati come l'India, dove non solo le informazioni sulle società sono più affidabili, ma anche più accessibili agli investitori.

Il rischio di price equity è influenzato, inoltre, delle previsioni sull'economia globale. L'equity risk premium sarà minore in un economia in crescita con un'inflazione prevedibile, rispetto ad una situazione di elevata volatilità ed incertezza[26]. In aggiunta al rischio per la congiuntura dell'economia reale e le informazioni incomplete fornite dalle imprese, gli investitori devono considerare inoltre il rischio addizionale dovuto all'illiquidità. Se gli investitori devono accettare di pagare alti costi di transazione per liquidare il titolo essi saranno disposto a pagare meno per l'azione oggi.

Quando si investe in equity c'è sempre il potenziale rischio di catastrofi o eventi che accadono raramente, i quali possono provocare perdite drammatiche. Esempi di tale portata si manifestarono durante la grande depressione negli anni 1929-30 negli Stati Uniti e verso la fine degli anni '80 in Giappone con il crollo dei prezzi delle azioni; molti investitori esposti a tali mercati videro cadere il valore dei loro investimenti fino a perdere tutto ciò che avevano.

[26] Lettau M.M., Ludvigson S.C., Wachter J.A., *The Declining Equity Premium: What Role Does Macroeconomic Risk Play?*, Society for Financial Studies, vol. 21, n.4, pages 1653-1687, 2008.

1.3.1.1.4. Rischio di price commodity[27]

Il rischio di price commodity affetta tutte le imprese e spesso risulta imprevedibile, in ambito più prettamente aziendale tale rischio costituisce un rischio di costo per l'approvvigionamento delle materie prime, o un rischio di ricavo nel caso di industrie che vendono questi tipi di beni.
Un esempio fu il rialzo del prezzo del petrolio negli anni '70 seguito poi da un suo collasso negli anni '80. Tale variazione causò danni enormi che portarono alcune società fino alla bancarotta. In un primo momento, l'aumento di prezzo ebbe un impatto negativo sull'economia generale, minando in particolare i margini dei consumatori di energia. Il rialzo del prezzo dell'energia fece aumentare l'inflazione, contribuendo ad un incremento del tasso di interesse che andò a colpire negativamente il valore dei financial-assets a tasso fisso. Il conseguente crollo del prezzo del petrolio diede inizio al processo inverso con effetti ugualmente devastanti: il valore di azioni ed obbligazioni sull'energia cadde, molte società di energia dichiararono fallimento. L'esempio suggerisce che variazioni nei prezzi di materie prime hanno effetto sia sul rischio di business relativo a clienti e fornitori, sul rischio di tasso di interesse.
Il prezzo di una commodity viene determinato in funzione del mercato ed ha per cui una funzione segnaletica riguardante il livello di domanda e offerta; esso indica infatti sia le condizioni di offerta (costi di estrazione e stoccaggio, cartellizzazione, ecc..) sia le condizioni di domanda (crescita del PIL) prevalenti sul mercato. Altri fattori che incidono sul prezzo delle commodities sono: la disponibilità del prodotto, le previsioni atmosferiche, le condizioni metereologiche nei luoghi di produzione, le notizie sulle stime della produzione futura, le tensioni politiche e le scelte governative (dazi o incentivi ed altre politiche tariffarie).
A luglio del 2014 il prezzo del grano era ai minimi da quattro anni (referente mercato di Parigi e Chicago). Nel 2012 la siccità aveva portato i prezzi alle stelle per mais e semi di soia, il raccolto del 2014, invece, risultava quasi eccessivo; negli Stati Uniti si rischiava addirittura di non aver abbastanza spazio nei silos per lo stoccaggio. Gli agricoltori hanno dovuto sbrigarsi a vendere, e questa fretta ha minacciato di abbattere ulteriormente i prezzi.

Nella Figura 1.8 le variazioni del prezzo del mais nell'ultimo anno.

[27] Il termine "commodity" deriva dal francese *commodité*, che vuol dire pratico. Come accennato precedentemente i beni considerati *commodity* si raggruppando in quattro categorie principali: agricoli, metalli, energetici e carni; e sono fungibili e standardizzati. Esempi di beni commodity sono: petrolio greggio, carbone, sale, zucchero, tè, caffè, fagioli, soia, alluminio, rame, riso, grano, oro, argento, palladio e platino. I beni coltivati vengono definiti Soft Commodity, mentre i beni che si ottengono per estrazione sono definiti Hard Commodity

Figura 1.8 Fonte: Nasdaq.com. Variazione del prezzo del mais in un anno.

Per ciò che riguarda, invece, la possibilità dell'azienda di influenzare le oscillazioni dei prezzi, tale andamento è, di solito, condizionato dal grado di libertà concesso a quest'ultima dai mercati nella definizione dei prezzi e delle quantità. Un'impresa può essere price-taker o price-maker: nel primo caso non ha alcuna possibilità di modificare o pilotare l'andamento dei prezzi, come nei mercati perfettamente concorrenziali in cui il prodotto venduto è facilmente replicabile e di largo consumo (mercato delle commodities); diversamente accade per la formazione del prezzo del petrolio, il quale non segue le regole comuni a tutte le altre commodities.

Ci si è resi conto della specificità di tale risorsa con la crisi del '73 e del '79, durante la quale venne messa in luce la dipendenza dei Paesi occidentali da tale risorsa. Il mercato petrolifero presenta caratteristiche importanti fra cui la natura oligopolistica dei produttori, l'esauribilità fisica delle riserve e le rigidità dei mercati dell'offerta e della domanda. Un ruolo fondamentale nella contrattazione per la determinazione del prezzo del petrolio è rivestito dall'OPEC[28], organizzazione che unifica gli esportatori di petrolio attraverso un cartello con lo scopo di garantire un mercato stabile a prezzi più contenuti.

I rischio di price commodities rientra nei rischi di prezzo in quanto oscillazioni importanti dei prezzi delle materie prime possono mettere in seria difficoltà un intero settore di attività.

La recente diminuzione del prezzo del petrolio ai minimi storici per un valore di circa 50$/barile in media a dicembre 2014 inizia già a mietere le prime vittime[29].

[28] Organization of the Petroleum Exporting Countries. Fondata nel 1960, è un'organizzazione che raggruppa 12 Paesi che si sono associati per contrattare condizioni di produzione del petrolio, prezzi e concessioni. Controllano circa il 78% delle riserve mondiali. Paesi membri: Arabia Saudita, Iraq, Iran, Kuwait, Venezuela (cinque Paesi fondatori), Algeria (1969), Angola (2007), Emirati Arabi Uniti (1967), Libia (1962), Nigeria (1971), Qatar (1961) ed Ecuador (1973).

[29] Marro E., Bellomo S., *Fallita la texana Wbh, prima vittima «shale» del petrolio sottocosto*, Il Sole 24 Ore, o9/01/2015.

1.3.1.2. Rischio di credito

Il rischio di credito è definito, quindi, come la probabilità che si verifichi una riduzione del valore di una posizione creditizia a seguito di un peggioramento del merito di credito della controparte debitrice. Esso non significa solo possibilità di *insolvenza* della controparte (credit *default* risk), ma anche *deterioramento* del merito creditizio (credit *spread* risk). Una delle misure principalmente utilizzate per definire la probabilità di default di una controparte sono i gradi di rating, ossia delle "etichette" che permettono di identificare un determinato range di probabilità di default, i rating sono nella maggior parte dei casi opera di un'agenzia o di analisti bancari.
Per la formazione dei rating vi è bisogno di diversi input che variano a seconda della natura della controparte in questione: si considerano le private companies, delle quali non abbiamo dati pubblici a disposizione, le public companies, quotate in borsa, e gli organismi finanziari, quali le banche.
Nel caso di *private companies* gli input possono essere: dati di bilancio, informazioni sul settore di attività (es. congiuntura economica del settore in questione) o informazioni qualitative.
Quando si considerano invece delle *public companies* le informazioni reperibili non si limitano ai dati di bilancio, ma, essendo imprese quotate, si può risalire al valore delle loro azione tramite informazioni pubbliche, e dunque al valore dell'equity. Vi è una relazione inversa fra la probabilità di default e il valore dell'equity di un'impresa.
Tale tipo di rischio è stato messo in luce, assieme al rischio di liquidità, nei trattati internazionali di Basilea 3, stilati a seguito della crisi degli anni 2007-2008. La normativa si riferisce soprattutto agli istituti bancari.

L'analisi si focalizza sulle società non finanziare e, secondo la loro struttura, il rischio di credito può essere suddiviso, tenendo conto delle cause che lo determinano, come:

- *Rischio di insolvenza*, o di default, quando la controparte non adempie ai propri obblighi contrattuali.
- *Rischio di migrazione*, in caso di deterioramento del merito creditizio di una controparte (*downgrade*), il quale può essere segnalato tramite un declassamento del rating del debitore.
- *Rischio di recupero*, possibilità che il tasso di recupero (*Recovery Rate*[30]), connesso alle esposizioni nei confronti di controparti divenute insolventi si riveli inferiore a quanto originariamente stimato. Questa diminuzione può trovare origine in diversi fattori quali ad esempio un allungamento dei tempi connessi alle procedure giudiziali, un aumento dei tassi di interesse o una diminuzione del valore dei beni a garanzia.

[30] tasso che dipende dal tempo di recupero e dal grado di liquidità delle garanzie

- *Rischio di esposizione*, anche definito *esposizione al momento del default* (*Exposure at Default*) è relativo all'effettivo ammontare dell'esposizione al momento dell'insolvenza. Si tratta di un rischio tipico delle linee di credito a valore aleatorio, dove l'esposizione al manifestarsi dell'insolvenza può differire, anche in modo sensibile, da quella corrente: si pensi ad esempio ad uno scoperto di conto corrente in cui il cliente è libero di utilizzare in misura variabile il fido accordato;
- *Rischio di spread*, rappresenta il rischio che, a parità di merito creditizio, aumenti il premio al rischio, ossia lo spread, richiesto dal mercato di capitali. Tale aumento può trovare origine in una crisi di liquidità dei mercati o in un incremento dell'avversione al rischio degli investitori.

Nella gestione aziendale il rischio di credito viene concretamente affrontato nel caso in cui alcuni clienti si trovino in serie difficoltà e sia in dubbio l'incasso parziale o totale di un credito. Dato che, per i principi contabili, i crediti devono essere iscritti in attivo di bilancio al loro *presunto valore di realizzo* per la quota parte di crediti che si ritiene di non poter riscuotere viene svalutata e viene creato un *fondo svalutazione crediti* per rischi specifici e *fondo rischi su crediti* per rischi generici.

Se il rischio di credito da valutare riguarda una singola controparte per valutarne l'esposizione vi sono vari modelli che possono essere utilizzati: ad esempio ve ne sono alcuni cosiddetti strutturali, i quali si propongono di determinare il rischio di credito di un'azienda in base alla sua struttura economica e finanziaria; uno di questi è l'*Asset Value Model* di Merton[31]. Altri metodi ampiamente utilizzati sono il CreditMetrics di J.P.Morgan ed il Valore a rischio (VAR), diffusi soprattutto nella pratica bancaria.

Il rischio di credito costituisce un precursore per un eventuale rischio di liquidità.

1.3.1.3. Rischio di liquidità

Il rischio di liquidità è stato visto per molto tempo, insieme al rischio di credito, come un problema riguardante soprattutto gli intermediari finanziari. Nell'ambito aziendale, la liquidità è definita come la capacità di far fronte economicamente e tempestivamente alle uscite di cassa; essa rappresenta un fattore fondamentale dell'equilibrio gestionale ed è spesso associata alla *solvibilità*.

Il rischio di liquidità ha ricevuto particolare attenzione per effetto della recente crisi economica durante la quale diverse istituzioni finanziarie hanno dovuto affrontare una grave crisi di liquidità del mercato, scatenata da una crisi di fiducia tra gli istituti bancari, con una conseguente paralisi dei

[31] Merton R.C., *On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates*, Journal of Finance,vol.29, pp. 449-470, 1974.

prestiti interbancari. Le banche non si fidavano più le une delle altre ed il risultato fu l'aumento dei tassi interbancari con l'Euribor, il tasso interbancario di riferimento, a quota 5,29%, livelli che non si vedevano dal 1994.

Tornando alla realtà aziendale, l'esposizione al rischio di liquidità può essere analizzato sotto il punto di vista del *market liquidity risk* e *funding liquidity risk.*

Il *Market liquidity risk* è la capacità del mercato di assicurare la vendita veloce ed economica di un asset, ossia senza che il suo prezzo sia ridotto al di sotto del suo valore. Nell'eventualità che alcune attività finanziarie non possano essere dismesse a condizioni economiche in qualunque momento il detentore intenda optare per la loro vendita si parla dunque di rischio di liquidità. Tale rischio è strettamente collegato alla posizione concorrenziale in cui si trova l'azienda ed alla situazione del mercato dei capitali in un determinato momento.

Il *Funding liquidity risk* riguarda invece il rischio che un'impresa non sia nella condizione di far fronte agli impieghi di pagamento per cassa. Uno dei modi per ovviare a tale tipo di rischio è l'allineamento tra le scadenze dei componenti del passivo con quelle dei componenti dell'attivo. L'equilibrio viene monitorato nel breve termine tramite il calcolo di *indici di liquidità* e nel medio-lungo termine tramite *indici di solidità patrimoniale*. Fra gli *indici di liquidità* quello che merita particolare attenzione è il *capitale circolante netto*, ottenuto dalla differenza fra le Attività a breve e le Passività a breve. Esso è legato al *ciclo del circolante* e dipende dalla distanza che intercorre fra l'esborso iniziale per l'approvvigionamento e produzione (passività=fornitori) e gli incassi delle vendite (attività=creditori e stock di merci), il rischio di liquidità si verifica dunque nel caso in cui i creditori chiedono dilazioni di pagamento maggiori o/e i fornitori chiedono che i debiti vengano pagati in un lasso di tempo minore; questo necessita a volte uno smobilizzo delle attività immobilizzate per far fronte alle uscite imminenti, esponendosi cos' al market liquidity risk. Per ciò che riguarda gli indici di *solidità patrimoniale*, essi dipendono sostanzialmente dalla coerenza tra fonti di finanziamento stabili ed impieghi durevoli e grado di indebitamento, cioè dipendenza da terzi finanziatori. Un'impresa ben capitalizzata (rapporto Capitale proprio/Debiti finanziari maggiore di 1) avrà più margine di manovra nelle sue decisioni e meno oneri finanziari da pagare o capitale di terzi da rimborsare, di conseguenza meno rischio di insolvenza.

Il rischio di liquidità nell'ambito aziendale non ha un effetto catastrofico come invece potrebbe averne per gli istituti finanziari; esso va, ad ogni modo, monitorato e gestito in quanto non è sempre evidente trovare il buon trade-off fra strumenti prontamente liquidabili ed un buon rendimento. Troppe disponibilità liquide all'interno di un'impresa potrebbero inviare segnali negativi al mercato, in quanto gli investitori potrebbero pensare che non vi siano progetti interessanti in corso, oppure che i manager vogliano mantenere tale liquidità per i propri personali interessi.

1.3.2.Rischi operativi

Il rischio operativo è stato definito dell'Intenational Swap and Derivatives Association, British Bankers' Association, e Risk Management Association come "il rischio di perdita risultante dall'inadeguatezza o fallimento dei processi interni, delle risorse umane e del sistema o per eventi esterni"[32]. Solo in tempi recenti le imprese iniziano a considerare tale tipo di rischio rilevante; inizialmente si credeva che la maggiore causa di volatilità del reddito fosse dovuta a rischi di tipo finanziario, ma un'analisi più attenta del problema fa concludere che non è relativo solo a come un impresa si *finanzia*, ma al contrario al modo in cui un'impresa *opera* il suo business. La caratteristica che rende questo genere di rischi particolarmente pericolosi è la loro peculiarità di essere firm specific, ossia dipendenti da errori o disfunzioni nell'apparato produttivo dell'impresa.

Questo aspetto rende l'azienda particolarmente vulnerabile, soprattutto per la scarsa prevedibilità di tali avvenimenti. La gestione dei rischi operativi richiede mutamenti nelle politiche gestionali e spesso delle strategie di lungo periodo; sono rischi aziendali ed in quanto tali sono considerati un fattore di produzione.

Dando uno sguardo indietro nel tempo, molte grandi perdite sostenute dalle banche di investimento furono causate proprio da rischi di tipo operativo: da ricordare Sumitono[33] in cui le perdite furono ricondotte a errori di tipo umano e frodi, Barings PLC[34] la cui bancarotta fu dovuta alla mancanza di controllo da parte dei vertici della banca, National Westminster Markets[35] per debolezza delle operazioni e dei processi interni e Bank of New York per malfunzionamenti del sistema informatico.

Questi rischi possono essere dovuti a fattori interni all'impresa come il fattore umano, i sistemi informatici e disfunzioni nei processi interni, e a fattori esterni.

Il database DIPO (Database Italiano Perdite Operative) ha registrato, per il periodo 2003-2013, che il 43,6% dell'ammontare totale delle perdite in ambito operativo sono dovute a "inadempienze, relative a obblighi professionali verso clienti ovvero dalla natura o dalla configurazione del prodotto/servizio prestato", un ulteriore 23,4% è dovuto a "carenze nel perfezionamento delle operazioni o nella gestione dei processi, nonché alle relazioni con controparti commerciali, venditori e fornitori", il 13,2% ad attività non autorizzata, frode, appropriazione indebita da parte di soggetti interni, il 12,6% da soggetti esterni, il 5,4% da atti non conformi alla legge, l'1,2% dovuto a disfunzioni dei sistemi informatici e lo 0,6% derivante da catastrofi naturali. I settori che hanno sostenuto perdite più importanti a seguito di rischi di tipo operativo sono le Retail Banking (43,3%) e le Retail Brokerage (24,1%)[36].

[32] ISDA/BBA/RMA survey (1999).
[33] Kharouf J., *The copper trader who fell from grace*, Futures, vol. 25, n. 10, pp 66, 1996.
[34] Fay S., *The Collapse of Barings*, Arrow Business Books, 1996.
[35] *Scandal At London Bank Prompts Six Executives To Quit*, The New York Times, 27 giugno 1997.
[36] http://www.dipo-operationalrisk.it/indexITA.html

1.3.2.1. Fattore umano

La gestione delle risorse umane e del comportamento dei dipendenti può diventare una delle maggiori fonti di rischio operativo. Dipendenti non qualificati o troppo sfruttati potrebbero causare gravi danni ad esempio commettendo errori nei vari processi interni per incompetenza, negligenza o stanchezza. In alcuni settori di attività la formazione delle risorse che operano all'interno dell'organico aziendale è di vitale importanza. Prendiamo ad esempio il caso della partenza di un impiegato specializzato, ciò implica l'obbligo di trovare un'altra figura che lo sostituisca o reinvestire nella formazione di nuovi individui per farli arrivare allo stesso livello. Per ovviare a tale rischio si può decidere dare incentivi economici o professionali a quei dipendenti con capacità specifiche al fine di evitare che decidano di andarsene. È evidente come il rischio legato al fattore umano possa, se gestito adeguatamente, costituire un contributo alla creazione di valore.

Costituiscono altri esempi di rischio relativo alle risorse umane la possibilità di frode, violazioni di regole e procedure interne e infedeltà dei dipendenti. Una survey svolta da PwC[37] ha evidenziato che l'autore delle frodi in Italia è un soggetto interno all'azienda nel 61% dei casi, a livello globale per il 56%; esso per lo più riveste la figura del manager; infatti il rischio relativo al fattore umano non va ricercato solo fra i dipendenti, ma, al contrario, sono le azioni dei manager quelle che provocano i danni maggiori nella maggior parte dei casi. Essi potrebbero avere la tendenza a pensare al loro personale tornaconto senza riflettere sul futuro dell'azienda, divulgando informazioni riservate o effettuare operazioni di insider trading.

Ulteriore lato del rischio legato alla figura del management è il fatto, soprattutto nelle imprese dominanti il mercato, di non riconoscere le sfide attuali derivanti dai cambiamenti di origine tecnologica dell'ambiente esterno. Essi devono essere consapevoli della possibilità che i loro vantaggi di oggi diventino gli svantaggi di domani, i manager tendono a focalizzarsi soprattutto sulle azioni dirette di pianificazione strategica, senza pensare agli effetti di tali politiche ed ai segnali percepiti dal l'ambiente competitivo. Il comportamento opportunistico del management riprende il concetto di *costi di agenzia*; uno degli strumenti utilizzati per allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti sono le stock options, considerate però in letteratura uno strumento che permette ai manager di arricchirsi a volte a scapito degli azionisti. Il problema di agenzia non riguarda solo i rapporti fra management ed azionisti, ma, come spesso accade, anche le relazioni fra un azionista di riferimento e gli azionisti di minoranza; questo è il caso che riscontriamo soprattutto nelle imprese italiane quotate[38].

[37] PwC, *Global Economic Crime Survey 2014*, Addendum Italiano, Executive Summary, febbraio 2014.
[38] L'argomento verrà ripreso in seguito.

1.3.2.2. Sistemi informatici

Il rischio relativo ai sistemi informatici è riconducibile ad aspetti tecnologici, come guasti di hardware e/o software, ingressi non autorizzati di estranei nei sistemi informatici e presenza di virus, guasti alle telecomunicazioni (per esempio, incursioni di hacker, perdite di dati, interruzioni dell'elettricità, errori di lavorazione nei processi).

Il rischio può provenire, quindi, sia dall'interno quanto dall'esterno dell'impresa: nel primo caso si può parlare di malfunzionamento dei sistemi o problemi legati alle telecomunicazioni, inadeguatezza dei supporti elettronici in rapporto all'attività svolta ecc…;nel secondo casi, invece, si parla di Cybercrime. Il Cybercrime riveste il 22% del totale delle frodi subite dalle aziende italiane[39], tale minaccia può comportare un danno reputazionale oltre che finanziario tramite il furto di informazioni e dati riservati. Il Cybercrime è spesso considerato anche un problema strategico, un problema umano ed un problema legato ai processi. Gli organismi non vengono infatti attaccati da computer, ma da persone che tentano di sfruttare la fragilità umana tanto quanto la vulnerabilità tecnica.

Problemi di questo genere rivestono uno ruolo sempre più importante se si pensa che nell'economia odierna quasi tutte le transazioni vengono svolte via web e tutti i database sono ormai in formato elettronico; preservare la privacy dei clienti e garantire delle transazioni sicure è sempre più complicato.

1.3.2.3. Processi interni

Il rischio operativo derivante da problemi nei processi interni include procedure e controlli difettosi o inadeguati. Può riguardare il rischio di errori nel calcolo delle imposte, nell'esecuzione e/o liquidazione di transazioni in titoli e in divise estere, in errori contabili e di registrazione e dello scarso controllo da parte dei vertici aziendali. Per esempio, errori di immissione dei dati, fallimenti di gestione degli ordini, documentazione incompleta, dispute con clienti e/o fornitori.

I rischi derivanti da processi interni possono manifestarsi nei modi più disparati, in linguaggio aziendale questi possono tradursi in un aumento dei costi, ad esempio per ciò che riguarda la *gestione straordinaria* del conto economico.

[39]PwC, Global Economic Crime Survey 2014, Addendum Italiano, Executive Summary, febbraio 2014.

1.3.2.4. Processi esterni

I processi esterni possono racchiudere rischi legati ad eventi come incendi, atti di vandalismo, terrorismo, terremoti e così via, ossia avvenimenti che impattano l'impresa, ma non sono da essa né prevedibili né controllabili. Si pensi ad esempio ad una catastrofe naturale che danneggi le colture come il grano; le imprese che dipendono dal prezzo e dalla reperibilità di tale materia prima si troveranno ad affrontare perdite importanti. In alcuni casi le imprese decidono di coprirsi da alcuni rischi di questo tipo tramite la sottoscrizione di polizze assicurative, ma non per tutti vi è tale opzione, va preso in considerazione se la probabilità di accadimento dell'evento giustifichi il sostenimento del costo della polizza.

1.3.3. Rischi strategici

In ultimo nell'analisi dei rischi ci focalizziamo sui rischi strategici, definiti anche rischi di business, i quali vengono spesso ricollegati a errori nelle strategie aziendali o a decisioni prese. Questi rischi, come quelli operativi, sono altamente firm specific in quanto dipendono strettamente dalle politiche di management, dal settore di attività e dalla tipo di clientela; anche questi rischio costituiscono quindi dei *fattori di produzione*.

Fra i modelli strategici merita un cenno il modello della strategia competitiva di Porter, il quale identifica cinque forze di mercato che vanno tenute in conto nel processo di pianificazione strategica di un'azienda: minaccia di nuovi concorrenti, contrattazione con i clienti, potere contrattuale dei fornitori, minaccia di prodotti o servizi alternativi, rivalità tra i concorrenti già presenti sul mercato. È da tale modello che prendiamo spunto per la classificazione dei rischi strategici, arricchendo la lista con altre variabili considerate di notevole importanza. Il modello di Porter presenta fra le varie lacune quella di non prendere in considerazione il fattore politico, ossia le decisioni del governo in materia, ad esempio, di antitrust o di concessione ad utilizzare una certa risorsa naturale. I rischi sviluppati qui di seguito in un certo senso ripercorrono tutte le fasi della gestione aziendale cercando di generalizzare l'analisi anche se la suddivisione non sarà mai esaustiva.

1.3.3.1. Rischio industriale

Un cambiamento nella congiuntura economica del settore di produzione di cui l'impresa fa parte può obbligare quest'ultima ad adeguarsi ed adattare la propria strategia.

I mutamenti dei mercati in ambito tecnologico, normativo e strutturale (es. politiche di prezzo) hanno creato problemi alle imprese che prima ricoprivano un ruolo di dominio, rendendole più vulnerabili ai concorrenti. La vulnerabilità può essere dovuta alla facilità con cui è possibile attaccare un certo settore di attività (vantaggio apportato soprattutto dalla tecnologia) oppure l'appetibilità di tale segmento di mercato considerato in via di sviluppo.

Altri fattori potrebbero essere: deregolamentazione, aumento del potere dei fornitori, sovraccapacità del mercato.

Nell'analisi dei rischio va dunque considerato che non solo un'impresa sarà affetta da tale fattore, ma tutte quelle che fanno parte dello stesso settore di attività; per guadagnare un vantaggio competitivo esse dovranno trovare strategie alternative o diversificare la loro attività.

Il rischio industriale influisce sui margini aziendali in termini sia di quantità che di prezzi.

1.3.3.2. Rischio tecnologico

Il rischio tecnologico riguarda soprattutto il problema dell'obsolescenza, ossia del superamento tecnologico dei macchinari in possesso di una data impresa rispetto al progresso del mercato di riferimento.

Il termine *progresso tecnologico* evoca l'idea delle grandi scoperte scientifiche come l'invenzione del microprocessore o altre, risultato di ricerche scientifiche e non di forze economiche, rappresentante dall'attività di ricerca e sviluppo (R&S) all'interno delle imprese[40]. È importante precisare che il livello di spesa in R&S dipende non solo dalla fertilità della stessa, ossia da come la spesa si traduca poi in nuove idee e nuovi prodotti, ma anche dalla misura in cui le imprese possono poi beneficiare dei risultati di tali ricerche.

Il progresso tecnologico può presentarsi in diversi modi: può generare una maggiore produzione a parità di quantità di capitale e lavoro, può consentire il migliorare di prodotti già esistenti (es. maggiore comodità), il lancio di nuovi prodotti, o l'ampliamento della gamma dei prodotti disponibili.

Un primo modello dell'attività di R&S venne presentato da Freeman in uno studio fatto per l'OCSE nel 1974 e divide questa attività in tre fasi: la ricerca di base, la ricerca applicata ed infine lo sviluppo industriale dell'innovazione.

[40] "You need to change with the times and evolve to take advantage of what technology can do to support the business and mitigate risk." – Pat Roche, VP, Information Tecnology Solutions C. R. Bard

Certo è che tale rischio va affrontato da un lato per la possibilità di essere superati dai concorrenti già presenti nel mercato, dall'altro nella minaccia di nuovi entranti nel settore. Uno studio svolto su 100 imprese americane ha infatti mostrato che i dettagli relativi ai processi e alle tecnologie utilizzate possono essere tenute nascoste ai concorrenti all'incirca solo per un anno[41], tre nel caso del settore della chimica industriale[42].

Il rischio tecnologico è quindi legato all'innovazione e si presenta maggiormente nei mercati monopolistici o oligopolistici. In letteratura si sostiene infatti che imprese che fanno parte di un mercato in cui vige la concorrenza perfetta saranno più propense ad investire in innovazione per guadagnare un vantaggio competitivo nei confronti delle altre.

1.3.3.3. Rischio di brand

Uno dei punti chiave per formulare una strategia vincente è sviluppare un certo *vantaggio competitivo* rispetto ai concorrenti, qualcosa che permetta all'impresa di crearsi la sua nicchia di mercato e renda favorevole la fidelizzazione della clientela. Il concetto di *brand* riveste un ruolo importante in tal senso, in quanto ad esso il pubblico associa un certo standard di servizi, qualità dei prodotti ecc..

In una realtà come quella odierna in cui l'innovazione tecnologica ha inasprito la concorrenza in ogni settore di attività, la potenza del marchio può permettere ad un'impresa di alzare i prezzi e lanciare un nuovo prodotto sul mercato in quanto i consumatori assoceranno ad esso le stesse caratteristiche dei prodotti precedenti ed avrà più possibilità di altri di avere successo.

Il rischio di erosione del brand è quindi molto pericoloso in quanto la reputazione che l'impresa costruisce con gli anni può essere distrutta con una semplice azione, portando sia ad un cambiamento nelle scelte dei consumatori, sia nel potere contrattuale con i fornitori, con le banche e così via. Un esempio di perdita di credibilità recente è stato riscontrato nel caso della Economiesuisse, banca svizzera messa sotto accusa per gli eccessi che alcuni manager si concedevano nonostante si fosse in periodi di crisi economica. Molte aziende elvetiche abbandonarono la banca, lo stesso fecero in seguito anche i cittadini ed inoltre si inimicò alcuni componenti del parlamento.

L'erosione del brand avviene di solito perché le imprese col passare del tempo dimenticano le loro *core competencies,* necessarie per sostenere la crescita: Toyota ebbe problemi di qualità, nonostante inizialmente costruì la sua reputazione su di essa, poi la perse crescendo troppo velocemente, Home Depot aveva una notevole reputazione nel campo dei servizi alla clientela, persa in seguito per

[41] Mansfield E., *How Rapidly Does New Industrial Technology Leak Out?*, Journal of Industrial Economics, vol. 34, n.2, pp. 217–223, 1985.

[42] Lieberman M., *The Learning Curve, Technology Barriers to Entry, and Competitive Survival in the Chemical Processing Industries*, Strategic Management Journal, vol.10, n.5, pp. 431-447, 1988.

l'inaffidabilità degli stessi con passare del tempo, Perrier vide un rapido e significativo calo del valore delle sue azioni in seguito alla scoperta di alcune bottiglie d'acqua contaminate.
La reputazione è importante nell'ambito della concorrenza ed agendo con durezza nei confronti dei primi concorrenti che si affacciano al mercato l'impresa conquista una reputazione di sicurezza e questa genera benefici economici futuri. Questa strategia fu adottata dalla Procter & Gamble, la quale ha coltivato un'immagine alquanto dura nei confronti dei concorrenti, reagendo ad ogni tentativo di entrata.

1.3.3.4. Rischio competitivo

Le imprese nel costruire la loro strategia devono tenere conto, fra i vari fattori, dell'ambiente competitivo che le circonda. La concorrenza può avere un'influenza molto forte sull'attività dell'azienda fino, nei casi più estremi, a costringerla ad uscire dal mercato.
Un'impresa deve, per prima cosa, riconoscere i propri concorrenti: non tutte le imprese operanti nel medesimo settore possono essere considerate tali; un concorrente deve rivolgersi allo stesso segmento di mercato, agli stessi clienti, e deve offrire le stesse prestazioni per essere considerato una minaccia.
Quanto più un errore gestionale può determinare un vantaggio per la concorrenza difficilmente recuperabile, tanto più l'impresa tenderà ad assumere una politica di gestione dei rischi flessibile e modificabile nel breve termine in relazione alla dinamica dei mercati finanziari ed alle soluzioni gestionali intraprese dalla concorrenza.
La concorrenza può essere sia domestica che estera; la differenza sostanziale consiste nel fatto che le imprese concorrenti estere non giocano con le stesse "regole" di quelle domestiche, in quanto hanno un governo, cultura ed ambiente differenti, il che rende la gestione più complessa. Basti pensare alla recente competizione dei nostri prodotti "Made in Italy" con i prodotti "Made in Cina", decisamente più economici e per tale ragione preferiti dai consumatori nei momenti di crisi senza considerarne, a volte, la dubbia qualità.
Un errore da evitare è credere che una strategia competitiva possa essere valida per sempre, essa va, al contrario, adattata ai movimenti del mercato, in quanto una mossa iniziale fatta per guadagnare un vantaggio competitivo potrebbe rivelarsi inefficace col tempo. La percezione della concorrenza varia inoltre a seconda della natura del mercato di riferimento, nei mercati cosiddetti "maturi" la competizione è un gioco a somma zero, in quanto un'impresa può arricchirsi solo a spese di un'altra, mentre nei mercati emergenti vanno considerati fattori come le barriere all'entrata, i vantaggi tecnologici e la velocità di saturazione del mercato.

Le barriere all'entrata rappresentano un fattore importante, esse possono scoraggiare nuove imprese ad entrare nel mercato per gli importanti investimenti iniziali richiesti, mentre le imprese già presenti nel mercato hanno un notevole vantaggio di costo e possono godere delle economie di scala.
La concorrenza infine dipende molto dal piano politico di riferimento, ad esempio riguardo la normativa antitrust.

1.3.3.5. Rischio cliente

I rischio cliente fa riferimento, nella maggior parte dei casi, ad un rischio derivante da cambiamenti nelle aspettative e preferenze degli stessi, il che richiede spesso una riconversione della produzione per adattarsi alla nuova domanda. Un esempio può essere la predisposizione per i prodotti Bio o per cibi e bevande ipocaloriche.
Tale rischio impatta sui margini aziendali in termini di prezzi e quantità; il calo della domanda di un prodotto comporta una diminuzione del fatturato aziendale ed un possibile cambiamento di strategia. Il lancio di un nuovo prodotto più vicino alle nuove preferenze dei consumatori può voler dire nuovi investimenti, quindi nuovi costi con una conseguente erosione dei margini operativi se il progetto non riscuote il successo programmato.
Vi è inoltre il caso in cui l'impresa faccia parte di un segmento di mercato in cui le concorrenti per accaparrarsi nuovi clienti decidano di intraprendere una politica di prezzo al ribasso offrendo prodotti a prezzi sempre minori. Essa si troverà quindi obbligata ad adeguarsi ed abbassare i prezzi a sua volta, trovandosi di fronte al problema di un possibile inasprimento dei margini reddituali nel caso in cui non riuscisse ad adeguare anche il livello dei costi. In tal caso si incorre nel rischio di entrare in una spirale negativa dei prezzi. Non in tutti i segmenti di mercato vi è il rischio di incorrere in una guerra di prezzi; in alcuni di essi, come quelli dei beni di prima necessità, i clienti non sono particolarmente sensibili al prezzo dei prodotti ed il fattore differenziale sarà invece costituito da qualità, servizi post-vendita, ecc...

1.3.3.6. Rischio progetti/investimenti

Investire significa utilizzare risorse per ottenere un maggior profitto futuro, ma non sempre tale aspettativa può essere rispettata. Ogni investimento, come detto precedentemente, prevede un certo grado di rischio, ed il rendimento che si attende di ricevere in cambio deve essere proporzionale al rischio che si decide di assumere. Il rischio di investimento non può non essere concepito come un

rischio strategico in quanto quello che differenzia un'impresa da un'altra è proprio l'insieme di progetti che quest'ultima decide di mettere in atto per guadagnare il vantaggio competitivo di cui si è parlato poco sopra.

Vi sono investimenti che si caratterizzano per un grado di incertezza maggiore rispetto ad altri: il rischio derivante dall'investimento per la costruzione di un nuovo sito produttivo è decisamente più prevedibile di uno relativo all'investimento in ricerca di energie alternative. Le decisioni relative al tipo di investimenti da mettere in atto ed il grado di rischio da assumere si ripercuoteranno sulle scelte riguardanti i tipi di finanziamenti e la direzione che l'impresa vorrò prendere con i proprio business.

1.3.3.7. Rischio stagnazione

Come accennato, i movimenti del mercato sono imprevedibili e la strategia dell'impresa va adattata alle possibili inversioni di tendenza per non rischiare di perdere competitività. Accade, però, a volte che il mercato arrivi a saturazione e che non vi siano più possibilità di crescita o di conquista di nuovi clienti, portando quindi anche l'impresa ad una situazione di stallo.

Un esempio del caso è rappresentato dal mercato Europeo di prodotti alimentari e delle bevande, il quale presenta un enorme giro d'affari di 1,3 trilioni l'anno, ma nonostante questa cifra impressionante dal 2011 al 2012 questo settore ha registrato una crescita minima. Ciò non fu dovuto solo alla potenziale saturazione del mercato, ma anche alla crisi economica che ha colpito i paesi dell'Europa meridionale ed ha avuto un forte impatto sul comportamento dei consumatori. Per mantenere o espandere la propria quota in un mercato in stagnazione, i produttori di generi alimentari hanno dovuto innovare e rispondere alle ultime tendenze dimostrando una grande flessibilità.

1.3.4.Altre categorie di rischio

Oltre alle tipologie di rischio appena esposte ve ne sono altre meno comuni e meno analizzate in dottrina che meritano un cenno per circoscrivere il quadro di riferimento: vi possono essere rischi legati a cambiamenti nelle regolamentazioni del paese di origine, quali il cambiamento del sistema impositivo (*rischio regolamentare*), rischio di cambiamento di orientamento politico da parte del governo centrale che decide di privilegiare una categoria al posto di un'altra (*rischio politico*), altri che sorgono quando si decide di intraprendere un business in un paese estero (*rischio paese*).
Il rischio paese racchiude al suo interno alcune delle categorie esposte finora fra le quali: *rischio economico, rischio di trasferimento, rischio di tasso di cambio* (se si tratta di un paese non appartenente all'Unione Monetaria Europea), *rischio sovrano*, *rischio politico*.
Il *rischio economico* prevede un cambiamento significativo nella struttura economica o/e nel tasso di crescita del paese in oggetto, il quale implica un cambiamento nel rendimento atteso di un investimento; il *rischio di trasferimento* potrebbe verificarsi nel caso in cui un governo straniero decida di limitare, ad esempio, i movimenti di merci e capitali; il *rischio di tasso di cambio* è stato già ampiamente esposto precedentemente; il *rischio sovrano* è relativo alla possibilità che un governo non sia in grado di rispettare le proprie obbligazioni o garantire i propri depositi ed infine *rischio politico* il quale prevede il caso in cui il paese dove si intende investire sia in stato di guerra o comunque politicamente instabile. Con lo sviluppo dei paesi emergenti e la tendenza di molte imprese domestiche ad avviare un'attività in queste realtà, considerare il rischio paese è diventata una necessità da parte del management aziendale in quanto può fare la differenza fra intraprendere un investimento o meno. Un esempio recente riguarda i difficili rapporti fra la Russia ed i paesi europei dopo la questione ucraina: il peso della Russia sul totale delle esportazioni di moda italiana è sceso al 4,2%, mai così basso dal 2006, sembra che anche la svalutazione del rublo, oltre all'incognita geopolitica, giochi un ruolo determinante.
Di seguito il caso di Engineering, società italiana alla quale il mercato domestico sembra non bastare più e decide quindi di espandersi verso paesi emergenti.

> *"Il focus sui mercati emergenti, a causa delle recenti turbolenze socio-economiche, può essere problematico. Proprio in Turchia, ad esempio, i vuoti d'aria del governo Erdogan hanno contribuito alla fase di svalutazione della lira turca e hanno reso più volatili gli investimenti nel Paese. […] la variabile geopolitica diventa inevitabile quando l'obiettivo è espandersi negli emerging markets [...] Nel 2013, soprattutto a causa del deprezzamento del ras brasiliano verso l'euro, c'è stato un impatto negativo di circa 7 milioni a livello di ricavi e di 5 milioni sull'Ebitda."*[43]

[43] *Ad Engineering l'Italia non «basta». La nuova sfida è crescere all'estero*, Il Sole 24 Ore, 20 Aprile 2014.

You might feel hungry enough as to eat a horse, but having the right stomach size to eat one is another matter!

Capitolo 2

La gestione del rischio in azienda

2.1 Dal Traditional Risk Management (TRM) all'Enterprise Risk Management (ERM) - 2.2 Corporate Risk Appetite vs Corporate Risk Tolerance, is your stomach big enough? – 2.3 Accenno alla gestione standardizzata dei rischi. - 2.4 Vantaggi nella gestione dei rischi - 2.4.1 Riduzione dell'imposizione fiscale - 2.4.2 Riduzione dei costi del dissesto finanziario e di bancarotta - 2.4.3 Protezione di investimenti specifici - 2.4.4 Allineamento degli interessi del management e degli shareholders - 2.4.5 Assistenza nello sviluppo di piani finanziari - 2.4.6 Stabilizzazione dei dividendi - 2.5 Il processo di Risk Management - 2.5.1 Stabilire il contesto di analisi - 2.5.2 Identificazione - 2.5.3 Analisi - 2.5.4 Valutazione - 2.5.5 Trattamento - 2.5.6 Monitoring and Review - 2.5.7 Reporting e comunicazione del rischio

2.1. Dal Traditional silo-based Risk Management (TRM) all'Enterprise Risk Management (ERM)

La gestione dei rischi aziendali ha riacceso l'interesse degli studiosi dopo la crisi finanziaria del 2008, facendo emergere non poche lacune nel sistema precedentemente in vigore.
La gestione tradizionale dei rischi d'impresa era organizzata in "silos", ovvero in reparti separati a seconda della tipologia di rischio; essi erano trattati individualmente e spesso la stessa analisi veniva condotta da diversi operatori all'interno dell'organizzazione non coordinandosi fra di loro; tale approccio è conosciuto come di Traditional silo-based Risk Management.
Il problema principale di questo sistema di analisi è la mancanza di integrazione fra le varie classi di rischio, si tende infatti ad ignorare alcuni effetti e ripercussioni che potrebbero avere sui risultati o, nel caso opposto, una sovra-copertura non necessaria con conseguente inutile dispendio di risorse.
Nel capitolo precedente si è messo in luce come i rischi siano interconnessi gli uni con gli altri e come un semplice avvenimento, ad esempio il calo del tasso di interesse, possa incidere su più aspetti della gestione.
A seguito di questa riflessione si è iniziato a pensare alla gestione dei rischi come un qualcosa che dovesse essere *integrato* al business stesso: nasce cosi l'Enterprise Risk Management, definito anche Entrerprise-*wide* Risk Management nel senso che vengono eliminate le barriere funzionale e culturali per dare vita ad un approccio process-oriented finalizzato alla gestione di tutti i *key business risks* ed alle opportunità in un'ottica di portafoglio[44].
Alcuni studiosi sostengono che fra gli elementi esterni che hanno contribuito a questo orientamento vi sia il progressivo aumento di regolamentazione da parte delle istituzioni[45], il quale non è però avvenuto alla stessa maniera in tutti i Paesi. Indagini fatte evidenziano che negli Stati Uniti meno la metà delle imprese sostiene di aver implementato un sistema di ERM per pressioni dovute alle regolamentazioni, mentre i loro vicini canadesi hanno ammesso l'implicazione nel 70% dei casi[46].

Si consideri, ad esempio, il caso di un'impresa Statunitense che debba acquistare dell'acciaio dal Giappone con consegna fra tre mesi. L'impresa potrebbe decidere di coprirsi in maniera "*tattica*" da possibili oscillazioni del prezzo in dollari dell'acciaio utilizzando, ad esempio, un contratto forward e bloccando il prezzo della materia prima evitando possibili perdite dovute ad un cambio dollaro-yen sfavorevole. Tale tecnica di copertura non prevede l'integrazione con gli altri rischi o con le attività di copertura già in atto all'interno dell'impresa. Con una gestione *strategica* invece della copertura dal

[44] Alcuni testi di riferimento: Lam J., *Enterprise risk management: from incentives to controls*, Hoboken, Wiley, 2003; Deloach J.W., *Enterprise-wide risk management: strategies for linking risk and opportunity*, London, Arthur Andersen Prentice-Hall, 2000.
[45] Nel Regno Unito il "Combined Code" adottato dalla London Stock Exchange sottolinea, fra le altre cose, la responsabilità del "board" per i sistemi di controllo interno inclusa la gestione dei rischi. (*The Combined Code Principles Of Good Governance And Code Of Best Practice*, Maggio 2000)
[46] Tillinghast-Towers Perrin, *Enterprise Risk Management in the Insurance Industry*, Benchmark Survey Report, 2002.

rischio di cambio il management analizza come le fluttuazioni dei tassi di cambio possano influenzare il valore dell'*intera* impresa, ossia come tali oscillazioni possono ledere la sua competitività, il prezzo dei suoi prodotti, le quantità vendute, i costi che essa dovrà sostenere ecc...
La differenza fra i due approcci è quindi indiscutibile e chiara.

La pratica di ERM è relativamente recente e non ha ancora una letteratura esaustiva che possa dirci se questo metodo possa effettivamente aumentare il valore dell'impresa o meno, ma vi sono diversi autori che hanno provato a darne una definizione[47]. Uno dei fattori discriminanti, ad esempio, per capire se un'impresa persegue un'attività di ERM è la presenza di una figura di CRO (Chief Risk Officier) incaricato a coordinare la gestione dei rischi con l'organizzazione aziendale[48].
Tecniche di management interne di gestione dei rischi sono di solito preferibili in quanto tendenzialmente di lungo periodo e più efficienti a livello di costo rispetto a tecniche di trasferimento a parti esterne; tuttavia queste pratiche richiedono tempo per essere implementate e devono necessariamente essere *tailored* (fatto su misura) per ogni specifica azienda. Per l'implementazione di un adeguato sistema di ERM è necessario inoltre cambiare la cultura organizzativa in una *risk-awares culture*, rendendo tutti i soggetti che vi operano all'interno consapevoli dei rischi che la minacciano.
Nonostante ciò è vero che quando tempo, risorse e flessibilità sono scarse il trasferimento del rischio tramite strumenti derivati e/o assicurazione può provvedere ad una miglior tempistica ed efficiente soluzione.
L'ERM può dunque risultare particolarmente costoso per l'impresa, anche se questo sia percepito dal mercato come un value-driver; le imprese hanno ancora molta strada da fare nell'implementazione di un adeguato sistema di ERM[49].

[47] In primo luogo Meulbroek L.K. in *Integrated Risk Management for the Firm: A Senior Manager's Guid*e, (2002), in seguito Alviunessen A. e Jankensgard H. in *Enterprise Risk Budgeting: Bringing Risk Management Into the Financial Planning Process*, (2009) nel quale si sottolinea l'importanza della pratica di ERM nella pianificazione strategica.
[48] Liebenberg A.P., Hoyt R.E., *The Determinants of Enterprise Risk Management: Evidence from the appointment of chief risk officers*, Risk Management and Insurance Review, vol. 6, no. 1, pp. 37-52, 2003.
[49] Corporate Risk Management Is Only Going Half Way: Survey, 03/07/2014.

2.2. Corporate Risk Appetite vs Corporate Risk Tolerance, is your stomach big enough?

"Quando il 27 marzo del 2000 Jamie Diamon fu nominato chairman e CEO di Bank One; la banca aveva un problema: mezzo milione di dollari di perdite. Dopo quattro anni sotto la guida, il bilancio era risanato e i conti sfoggiavano un utile da 3,5 miliardi di dollari […] la azioni di Bank One dal 27 marzo 2000 hanno registrato una performance su total return (+289,8%) superiore a quella dell'indice S&P 500 (57,3%)."

Il Sole24Ore, giovedì 3 luglio 2014, "Il chiarman che ha battuto la crisi"

Nel romanzo di Anna Karenina, quando si parla del "successo" di uno dei personaggi si dice: "*fu quel calmo continuo splendore che si fissa sul volto delle persone che hanno successo e che sono sicure del riconoscimento di questo successo da parte di tutti*".
Il successo può essere collegato a doti intrinseche di taluni soggetti come Jamie Diamon? Cosa determina il successo di un'impresa: il capitale umano? Gli investimenti? La governance? Il periodo storico? Il settore di attività?
Un concetto interessante è il *Tinkerbell Effect* basato sul presupposto che la convinzione personale possa cambiare il risultato finale[50]. Se si inizia a pensare in maniera negativa ed a giustificare le perdite tramite le ripercussioni della crisi economica vi è il rischio di entrare in una spirale negativa che porterà all'allontanamento dal successo.

Like Tinkerbell, your success depends on how much you believe in it!

A proposito della recente crisi in Italia si è registrato, che all'interno dello stesso settore di attività vi sono imprese che hanno fallito, altre che hanno incontrato non poche difficoltà ed altre ancora che hanno "cavalcato l'onda" e sono riuscite ad uscirne a testa alta[51]. Secondo Eurostat la produzione di ricchezza in Italia si è polarizzata ed il 20% delle imprese produce l'80% del valore aggiunto. Il denominatore comune di tutte queste imprese è "*la capacità di internazionalizzarsi, di fare innovazione, di registrare marchi e brevetti*"[52]. Una survey condotta da Manpower in collaborazione con l'Università di Firenze mette in evidenza l'importanza delle *soft-skills*, le competenze trasversali, all'interno delle imprese. È emerso che il *multitasking*, ossia la capacità di spostare rapidamente l'attenzione tra cose che si stanno facendo in parallelo ed essere capace di seguire più di un processo alla volta è la skill più ricercata.[53] Essere in grado di avere una visione parallela di differenti scenari permette di analizzare meglio i rischi e gestirli secondo la trasversalità professata dall'ERM.

[50] Tinkerbell è la fata di Peter Pan, la quale esiste solo se vi sono persone che credono in lei.
[51] *Il sistema produttivo va a due velocità*, Il Sole 24 Ore, 22/07/2014.
[52] *Chi è riuscito a resistere adesso cresce più dei grandi*, La Stampa 11/07/2014.
[53] *Soft Skills for Talent*, 2014, l'indagine è stata svolta su un campione di 600 aziende italiane.

La percezione del rischio è estremamente soggettiva (vedere *avversione al rischio degli investitori* cap 1), tanto per i singoli operatori, quanto per l'impresa nel suo insieme. In letteratura alcuni sostengono che uno dei fattori che stimola l'attività imprenditoriale, o spinge un individuo ad intraprendere un determinato business, è la sovrastima delle proprie capacità, l'eccessiva sicurezza in sé stessi, mettendo in secondo piano il fattore rischio[54]. Per esempio, se si guarda all'industria aeronautica, essa presenta molta incertezza ed un alto grado di volatilità; nonostante questo molti imprenditori decidono di entrare in questo segmento supponendo di possedere abilità superiori rispetto ai concorrenti. Questo non significa che questi individui abbiano una tolleranza al rischio maggiore, essi evitano semplicemente di tenere in conto il rischio nella loro scelta.

Nel Febbraio del 2012 un centinaio di società presentarono progetti di innovazione tecnologica alla Department of Energy Conference; la fase iniziale prevedeva che esse sarebbero state sostenute da un programma di concessione statale, l'ARPA-e, lasciandole però prive di supporto nelle fasi successive, fra cui nell'ambito del reperimento dei capitali. Durante tale conferenza Bill Gates, fondatore di Microsoft, espresse il suo scetticismo riguardo il futuro di queste start-up:

"Gates was not optimistic on the success, saying 90% of such novel energy projects will fail. "We need a thousand companies," he said, to test concepts to increase the chances of a truly meaningful technology breakthrough. But who will go in backing companies of such risk?"

http://blogs.wsj.com, 29 Febbraio 2012, "Bill Gates: It's 'Crazy' How Little Is Invested in Clean-Tech"

Il dubbio di Gates era principalmente chi fosse stato disposto a correre un tale rischio ed avviare un business senza alcuna garanzia di supporto finanziario nel lungo temine.

L'avversione al rischio applicata al top management si ripercuote sulle poliche che deciderà di intrepprendere: nel caso in cui quest'ultimo sia molto avverso al rischio esso difficilmente "azzarderà" a sostenete nuovi investimenti in un paese straniero, ad esempio, o a lanciare un nuovo tipo di prodotto sul mercato. Si può affermare che la propensione al rischio dipende anche da quanto si è disposti a perdere. Prendiamo l'esempio di un milionario che scommette 50€ ad una corsa di cavalli, esso potrebbe sembrare meno avverso al rischio rispetto ad un individuo medio, in quanto la sua perdita marginale sarà sicuramente minore rispetto a quella del secondo soggetto se rapportata al suo patrimonio, ma non è cosi scontato.; tutto dipende dall'importanza, del tutto soggettiva, che i due individui daranno all'importo scommesso.
La propensione al rischio in azienda viene riassunta nel concetto di Risk Appetite.

[54] Wu B., Knott A.M, *Entrepreneurial Risk and Market Entry*, Management Science, vol. 52, no. 9, pp. 1315-1330, 2006.

L'"appetito al rischio" rappresenta quanto l'impresa è effettivamente "affamata" di rischi, ossia quanti rischi essa è disposta a correre; vi è però un limite, ossia la quantità di rischi che l'impresa è effettivamente capace di gestire finanziariamente, ossia la sua "tolleranza" al rischio.

Le imprese avranno differenti *risk appetite* in relazione al settore di appartenenza, alla cultura ed agli obiettivi; il management potrebbe decidere di porsi come target un certo livello di ricavi, o di market value, o ancora un determinato di leverage. Inoltre il risk appetite cambia nel tempo e va costantemente ridefinito, esso è influenzato in gran parte dal trade-off costi/benefici di un'attività di gestione dei rischi.

Come per l'implementazione dell'ERM, le imprese hanno ancora diverse difficoltà nella definizione del loro *risk appetite*, lo dimostra una survey condotta da KPMG in collaborazione con la Economist Intelligence Unit pubblicata nel gennaio del 2013. Secondo l'indagine solo un'azienda su cinque (19 %) delle intervistate ha dichiarato di avere un sistema di individuazione del risk appetite[55], va precisato che il segmento di aziende in esame presenta capitalizzazioni importanti: 54% circa 500 milioni, 34% circa 1 miliardo, 12% circa 10 miliardi.

Varie organizzazioni ci offrono definizioni di risk appetite:

- COSO: "the broad-based amount of risk an entity is willing to accept in pursuit of its mission/vision".
- The Institute of Risk Management: "the amount of risk that an organization is willing to seek or accept in the pursuit of its long term objectives".
- British Standards / BS 31100: "the amount and type of risk that an organization is prepared to seek, accept or tolerate".
- ISO 31000 / Guide 73 BS31100: "amount and type of risk that an organization is willing to pursue or retain".

La domanda che bisogna porsi dunque è: quanto si è disposti a rischiare?

[55] KPMG in collaborazione con l'Economist Intelligence Unit, *Expectations of Risk Management Outpacing Capabilities – It's time for action*, gennaio 2013.

2.3. Accenno alla gestione standardizzata dei rischi.

Molte organizzazioni nell'ultimo decennio hanno implementato dei sistemi standard di gestione dei rischi, linee guida alle quali le imprese potessero far riferimento per la *mise en ouvre* del loro proprio sistema di Entrerprise Risk Management; di seguito una breve cronologia:

- Nel 2002 un team creato dalle più importanti organizzazioni di Risk Management del Regno Unito[56], propose "A Risk Management Standard".
- Nel Maggio del 2003, il *Casualty Actuarial Society* (CAS) definì l'ERM nel suo documento "Overview of Enterprise Risk Management".
- Nel 2004 il *CoSo* (Committee of Sponsoring Organizations) pubblicò l'"Enterprise Risk Management-Integrated Framework", poi aggiornato nel 2013.
- Nel 2008 il *RIMS* pubblicò il "Risk Maturity Model (RMM) for Enterprise Risk Management".
- Nel Novembre del 2009 *The International Organization for Standardization* introdusse l' "ISO 31000:2009 – Risk Management Principles and Guidelines"; nello stesso anno in collaborazione con l'International Electrotechnical Commission (IEC) venne anche proposto l' "ISO/IEC 31010:2009 - Risk Management - Risk Assessment Techniques".
- Nel 2005, ed in seguito nel 2009, l'*Open Compliance and Ethics Group* (OCEG) pubblicò prima il "Red Book 1.0:2005 - a Governance, Risk and Compliance Capability Model", poi il "Red Book 2.0:2009".

Durante la prima conferenza internazionale ISO31000 sul Risk Management tenutasi a Parigi nel Maggio del 2012, Rico Ferrarese, Senior Strategic Risk Manager presso il gruppo LEGO, durante il suo intervento ha sottolineato come la multinazionale abbia allineato con il tempo il suo modello di ERM a quello standard proposto dall'ISO 31000[57]; al contrario il gruppo Mondadori sostiene di essersi inspirato invece agli standard del CoSo[58]. Questi due esempi ci permettono di comprendere come non vi sia un vero modello di riferimento a livello globale, ma al contrario ogni impresa sceglie quello più adatto alle sue esigenze e lo adatta alle proprie necessità di business.

La lista non pretende di rappresentare l'esaustività dell'offerta di "Standards", in quanto non necessaria al fine dell'analisi, ma la domanda da porsi è se questa varietà di standard sia un bene o un fattore di confusione per le imprese[59].

[56] The institute of Risk Management (IRM), The Association of Insurance and Risk Managers (AIRMIC), e il National Forum of Risk Management in Public Sector (ALARM).
[57] http://G31000.us/conference2012/day-2.html
[58] CoSo, Enterprise Risk Management — Integrated Framework, Executive Summary, 2004; e successive 2013.
[59] Charette R.N., *A Risk of Too Many Risk Standards?*, Sixteenth Annual International Symposium of the International Council On Systems Engineering (INCOSE), 2006.

Riferendosi all'origine del termine standard, proprio della lingua inglese, esso è riconducibile al vocabolo francese *estandart*, stendardo, insegna; il suo significato storico era riferito ad un qualsiasi simbolo, che fosse una bandiera invece che uno stemma, innalzato tramite un palo e trasportato durante la battaglia per servire quale punto di raccolta ai soldati di una data fazione. Lo standard dunque era un punto di riferimento che simboleggiava un determinato leader[60]. Si immagini che confusione ci sarebbe stata nel campo di battaglia se vi fossero stati diversi pali con lo stesso vessillo! I soldati non avrebbero saputo in che direzione andare…

2.4. Vantaggi nella gestione dei rischi

La necessità di gestione del rischio nasce dall'eliminazione dell'ipotesi di *perfezione* e *completezza* del mercato. Come accennato precedentemente, secondo la proposizione di Modigliani e Miller, il valore di un'impresa non è influenzato in alcun modo dalle scelta delle sue fonti di finanziamento: i fondi esterni (azioni, obbligazioni, debito) ed interni (autofinanziamento) sono sostituti perfetti. Data la realtà nella quale le imprese operano, i mercati non possono essere considerati né perfetti, né completi; è quindi necessario fare alcune considerazioni si c implichi. Quando si parla di *perfezione* del mercato dei capitali, si sottintende l'assenza di qualsiasi tipo di frizione, dunque di tassazione, di costi di transazione, di costi del dissesto finanziario e di bancarotta e di regolamentazioni da parte degli organi istituzionali. Modigliani e Miller prendono inoltre come riferimento un mercato in cui vige la *simmetria informativa*, in cui ogni investitore, impresa, o manager ha lo stesso tipo di informazione riguardo la qualità degli investimenti dell'impresa ed hanno inoltre la stessa possibilità di accesso (in termini sia economici che reali) alle azioni dell'impresa; la strategia di investimento, inoltre, è data come fissa, indipendentemente dalle decisioni di finanziamento.

Rimuovendo le ipotesi sopra espresse la gestione del rischio diventa una necessità in quanto il manifestarsi di un evento indesiderato può significare ingenti costi per l'impresa e non solo perdite a livello finanziario, ma ma il danneggiamento del brand, le relazioni con i clienti e la reputazione dell'impresa. Le principali decisioni finanziarie sono quelle attinenti alla scelta delle fonti e modalità di approvvigionamento dei capitali, quelle concernenti la scelta degli investimenti e quelle riguardanti la gestione del capitale circolante che servono da supporto all'attività principale di produzione dell'impresa. Non può esistere infatti un'azienda che funziona bene se non ha un buon equilibrio di

[60] Malone K., *Observations on the Word "Standard"*, American Speech, vol. 17, no. 4, pp. 235-238, 1942.

cassa e se non pianifica le sue attività produttive e commerciali, considerando anche gli aspetti finanziari delle sue azioni[61]. Vi è quindi un legame fra *struttura finanziaria* e *gestione dei rischi*.

Molti dei benefici derivanti dall'attività di Risk Managemente sono legati al ricorso al debito in azienda; un'opportuna scelta di scadenza ed ammontare del debito può aiutare a raggiungere il trade-off desiderato fra costi del dissesto, vantaggi fiscali e costi di agenzia[62]. Una struttura di debito a lungo termine genera un maggior valore per l'impresa, ma per quelle fra loro esposte a rischi elevati è preferibile ricorrere al debito a breve scadenza invece che ridurre il livello di indebitamento, questa scelta strategica permettere di ridurre i costi di agenzia e del dissesto in quanto i creditori non hanno interesse ad aumentare il tasso di interesse richiesto nel breve periodo, dal momento che non sentono il bisogno di proteggersi.

Il Risk Management ha inoltre la facoltà di aumentare la capacità di indebitamento dell'impresa tenendo in considerazione la possibile perdita di flessibilità finanziaria, intesa come "*la capacità dell'azienda di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali che emergono dalle nuove informazioni sull'impresa e sull'ambiente in cui opera*"[63]. Il valore derivante dalla flessibilità finanziaria è ovviamente difficile da stimane ma è collegato alla disponibilità e alla dimensione dei progetti di investimento ed al rendimento atteso degli stessi.

Un'altra relazione significativa è quella fra l'appartenenza al *settore industriale* e la *struttura del capitale*; è infatti dimostrato che aziende di un dato settore abbiano leverage simili, Schwartz e Aronson (1967) rilevarono che il leverage medio in ogni settore industriale tende ad essere correlato a fattori che possono essere usati come proxy per le opportunità di crescita dell'impresa, come le spese di R&S. Un minor leverage, è spesso sentore di potenziali di crescita maggiori[64], tali imprese tendono inoltre a prediligere l'indebitamento a breve termine. In maniera similare Long e Malitz (1985) nell'analizzare cinque settori di attività di imprese Statunitensi hanno rilevato che i settori più maturi tendono a ricorrere maggiormente all'indebitamento bancario, di conseguenza, i mercati emergenti o le start-up utilizzano altri mezzi di finanziamento.

Di seguito nel dettaglio i fattori che rendono necessaria la gestione del rischio.

[61] Importanza della redazione di un *business plan*, l'impresa pianifica gli investimenti futuri e la quantità e del capitale di cui avrà bisogno per realizzarli.

[62] Leland H.E., Toft K.B., *Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy and the Term Structure of Credit Spreads*, The Journal of Finance, vol. 51, no. 3, pp. 987-1019, 1996.

[63] Donaldons G., *Strategy for Financial Mobility*, Boston: Harvard Business Press, 1986.

[64] Barclay M.J., Smith C.W., *The Maturity Structure of Corporate Debt*, The Journal of Finance, vol. 50, no. 2, pp. 609-631, 1995.

2.4.1. Riduzione dell'imposizione fiscale

Il regime di tassazione è uno dei fattori che rientrano nel processo di decisione della struttura del capitale d'impresa data la possibilità di beneficiare dello scudo fiscale. Dato il collegamento fra struttura del capitale e risk management, esiste certamente una relazione fra tassazione e attività di risk management; la gestione fiscale può aiutare a ridurre la volatilità del reddito imponibile e, di conseguenza, ad aumentare il valore dell'impresa.

Si è già accennato al fatto che il pagamento di interessi è deducibile fiscalmente ed è pagato *prima* della tassazione, dato che il risk management aumenta la capacità di indebitamento dell'impresa, si può dire che esso contribuisce in due modi nel processo di creazione di valore: riduce l'imposizione fiscale tramite la deduzione degli interessi sul debito e stabilizza il flusso di reddito.

Il valore incrementale dello scudo fiscale creato tramite l'aumento della capacità di indebitamento varia da impresa a impresa; molte start-up, ad esempio, hanno profitti negativi durante i loro primi anni di vita, e anche se il rischio di una start-up può essere ridotto abbastanza da permettergli di accedere a fonti di capitale di debito, a livello di margine queste imprese non possono catturare i benefici dello scudo fiscale fino a che non hanno superato le loro perdite a livello operativo. Dunque l'azienda deve avere un reddito operativo sufficiente a garantire l'effettiva deducibilità degli oneri finanziari.

Nel susseguirsi degli anni vi sono state varie teorie economiche che hanno cercato di spiegare la relazione fra tasse ed una buona gestione d'impresa; Mayers e Smith (1982) indicano che maggiore è la convessità della funzione di imposizione fiscale tanto è la probabilità che un'impresa cerchi di gestire attivamente i propri rischi. Un sistema fiscale convesso, nel caso più semplice, consiste in un insieme di aliquote marginali d'imposta che crescono progressivamente al crescere del reddito imponibile[65]; è importante stabilizzare il risultato pre-tasse in quanto una minima variazione dell'imponibile potrebbe portare l'impresa ad uno scaglione di tassazione più elevato, senza che questo derivi da un reale aumento di valore. In alcuni casi può semplicemente trattarsi di proventi straordinari che non hanno nulla a che vedere con la gestione, lo scopo del Risk Management è fare in modo che l'impresa stia costantemente nella regione di tassa-percentuale più bassa, piuttosto che avere guadagni negativi un anno, e guadagni che danno luogo ad un esborso più elevato l'anno successivo.

Un esempio pratico, ipotizziamo che l'impresa A abbia nei due esercizi successivi N-1 e N i seguenti risultati in milioni di euro:

[65] Smith C.W., Stulz R., *The Determinants of Firms Hedging Policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20, no. 4, pp. 391-405, 1985.

	Impresa A	
	N-1	N
Imponibile ante imposte	15	25

Ora si ipotizzi una tassazione a scaglioni (progressiva) rispettivamente del 20% per i redditi fino a 20 milioni di Euro e del 30% per redditi dai 20 ai 30 milioni di Euro.

Di seguito le imposte che impresa dovrà pagare:

	Impresa A	
	N-1	N
Imponibile ante imposte	15	25
Imposte	3	5,5[66]

Ora, la media del reddito dei due esercizi è 15+25=40, si pensi quanto l'impresa avrebbe pagato nel caso in cui in entrambi gli esercizi l'impresa A avesse avuto un reddito di 20 milioni di € (la media).

	Impresa A	
	N-1	N
Imponibile ante imposte	20	20
Imposte	4	4

Nel primo caso abbiamo un esborso di 8,5 milioni di euro nei due esercizi, mentre nel secondo di 8, ecco il beneficio di una buona gestione del reddito pre-tassazione.

[66] Calcolato come (20*20%)+(5*30%)

2.4.2. Riduzione dei costi del dissesto finanziario e di bancarotta

Il rischio derivante dal sostenimento dei costi del dissesto finanziario e di bancarotta è stato introdotto nel capitolo precedente quando si è parlato della teoria del trade-off in occasione della scelta di struttura del capitale, dimostrando che l'impresa non può spingere il suo livello di indebitamento fino all'infinito senza alcuna conseguenza sul valore[67]. Il risk management può monitorare il capitale di debito e fissarne un livello sostenibile al quale vengono massimizzati i benefici fiscali, ma la posizione competitiva dell'impresa non viene intaccata.

Esiste sicuramente un legame fra il livello di *leverage* di un'impresa e la *predisposizione alla copertura dei rischi* (Block e Gallagher, 1986, Nance, Smith and Smithson, 1993), ma per ciò che riguarda la dimensione d'impresa, invece, il livello di leverage ed i costi legati alla bancarotta sono correlati in maniera meno che proporzionale[68].

I costi del dissesto finanziario portano necessariamente una riduzione del valore di mercato dell'impresa, ed essi si dividono principalmente fra:

- *spese dirette* di gestione del default, come la bancarotta, la riorganizzazione ed infine la liquidazione (parcelle pagate agli avvocati, le perizie degli esperti, le spese amministrative e contabili ecc..) le quali rappresentano una parte marginale;
- *costi indiretti* relativi a maggiori spese di contrattazione con clienti, fornitori e dipendenti, a seguito di un peggioramento della posizione concorrenziale ed ad un innalzamento del costo-opportunità richiesto dai sottoscrittori sia del capitale di debito (maggiore tasso di interesse, *spread*) sia dell'equity (*equity risk premium*) per il rischio di insolvenza dell'azienda. Questi costi possono pregiudicare la continuità dell'attività d'impresa. Un altro possibile costo indiretto è l'alto compenso che i manager di un'impresa molto indebitata possono richiedere per l'elevata probabilità di fallimento della stessa ed il loro rischio di perdita di impiego. Questi costi nonostante sono evidentemente difficili da quantificare.

Un ulteriore costo legato al dissesto finanziario è la presenza di un liquidatore fallimentare a temporanea gestione dell'impresa, la sua attività non sarà necessariamente value-oriented, ma al contrario finalizzata a mantenere semplicemente intatto il patrimonio dell'azienda per soddisfare la ragioni creditorie.

La perdita di immagine dell'impresa con i suoi clienti nel caso in cui sia ritenuta poco sana uò implicare i contratti di basso importo e di breve durata, o comunque rapporti commerciali non duraturi esponendo l'impresa ad incertezza per i futuri ricavi. Questo è dovuto al fatto che i consumatori

[67] Stiglitz J.E., *A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem*, American Economic Review, vol. 59, no. 5, pp. 784-793, 1972.
[68] Warner J.B., *Bankruptcy costs: some evidence*, The Journal of Finance, vol. 32, no. 2, pp. 337-347, 1977.

tendenzialmente temono che le imprese in dissesto finanziario siano più propense a "barare" sulla qualità dei loro servizi in confronto alle imprese in salute.

La presenza di un adeguato sistema di ERM previene il problema relativo ai costi del dissesto finanziario non solo tenendo sotto controllo il livello di indebitamento , ma riducendo il rischio *totale* gravante sull'impresa tramite opzioni di trattamento del rischio come l'acquisto di polizze assicurative contro il rischio di interruzione dell'attività oppure la diversificazione delle linee di produzione che potrebbero diminuire la probabilità di affrontare fallimenti in ambito produttivo. Questi accorgimenti inviano un segnale positivo ai soggetti che hanno interesse verso la gestione dell'impresa ed evitano che essi possano dubitare della sua solvibilità ed aumentano la loro fiducia nei confronti dell'azienda e del management. Ovviamente il beneficio della copertura sarà proporzionato alla probabilità di incorrere nei suddetti costi[69]. Tale probabilità può essere legata alle caratteristiche dell'attività che l'impresa svolge; ad esempio se un'azienda possiede numerosi immobili e terrenti essa andrà in contro a minori costi in caso di dissesto rispetto ad una con capitali investiti in ricerca e sviluppo, in quanto dalla liquidazione di questi ultimi si ricava un minor vale rispetto alla vendita di un immobile o di un fabbricato.

2.4.3. Protezione di investimenti specifici

Un'impresa per crescere ha bisogno di investire le sue risorse in progetti a NPV positivi, i quali generano cash flows e con essi contribuiscono alla creazione del valore aziendale, è intuitiva dunque l'importanza di proteggere tali investimenti dalle possibili dinamiche che potrebbero comprometterne la realizzazione. Uno dei fattori chiave è il ricorso al debito in azienda per finanziare determinati progetti, esso conduce infatti ad un inevitabile confitto di interessi fra i debitori (bondholders) e gli azionisti (shareholders)[70].

Da un lato una maggiore forza contrattuale da parte dei *creditori* lede l'impresa in quanto essi non sono interessati al benessere della stessa, ma solamente al risarcimento del loro capitale. Il management potrebbe vedersi costretto a rinunciare ad investimenti profittevole che potrebbero, ad esempio, permettere all'azienda di conquistare una posizione di privilegio nel mercato concorrenziale.

Dall'altro lato, la presenza di creditori (finanziatori esterni) permette di controllare l'operato del management im quanto essi sanno che a prescindere dai risultati, dovranno generare flussi in grado di ripagare i finanziatori esterni.

[69] Warner J.B., *Bankruptcy costs: some evidence*, The Journal of Finance, vol. 32, no. 2, pp. 337-347, 1977. Sezione "The expected costs of bankruptcy"

[70] Myers S.C., *The Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, vol. 5, pp. 147-175, 1977.

Quando un'impresa è particolarmente indebitata si crea un conflitto di interessi fra azionisti e creditori, tali conflitti danno origine a dei costi (i cosiddetti *costi di agenzia*) i quali si formano a seguito del perseguimento di politiche egoistiche da parte degli azionisti a scapito dei creditori. A conseguenza di un elevato grado di indebitamento all'interno di un'impresa vi è il trasferimento del rischio derivante dagli investimenti dagli azionisti ai creditori. La prima categoria di soggetti sarà quindi incentivata ad *intraprendere investimenti rischiosi*, al fine di perseguire un alto rendimento; Se l'investimento andrà a buon fine essi ripagheranno il debito e tratterranno un congruo residuo, se invece il progetto non ha successo, saranno i debitori a pagarne il costo. Questo comportamento può condurre ad un potenziale sovrainvestimento.

Altro atteggiamento controproducente da parte degli azionisti è l'incentivo a *non investire* affatto. In questo caso si parla invece di sottoinvestimento[71] (underinvestment) ed ha luogo quando il leverage è talmente elevato che il residuo di impresa è quasi nullo e quindi a beneficiare dell'investimento sono prevalentemente i creditori dell'impresa.

In ultimo gli azionisti possono s*fruttare la società per avere dei dividendi extra* (mungere la società - milking the property) invece di utilizzare i cash flow generati dalla gestione per aumentare il valore dell'impresa reinvestendoli all'interno di essa.

Il rischio derivante dai costi di agenzia nel caso di un'impresa con poche risorse interne potrebbe indurla a rigettare dei progetti con NPV positivi per evitare di sottoscrivere ulteriori finanziamenti; questi problemi sono gravi se si manifestano in un momento in cui l'impresa si trova in difficoltà e la decisione fra investire o meno può essere cruciale per il suo futuro.

Il problema degli investimenti interessa anche i dipendenti dell'impresa, in quanto nel caso di bancarotta o dissesto finanziario essi potrebbero ne casi più estremi perdere il loro posto di lavoro o veder ridotta la loro remunerazione. In particolare, per le categorie in possesso di competenze specifiche e di alto livello il lavoro in azienda è un contributo allo sviluppo dei piani aziendali; essi hanno interesse alla buona riuscita degli investimenti e alla crescita aziendale, in quanto tutto ciò si traduce poi in promozioni e sicurezza del posto di lavoro.

La relazione fra un buon organico in azienda e progetti che contribuiscono ad aumentare il valore dell'impresa è indubbia; sono infatti spesso le competenze raccolte in azienda tramite le capacità dei suoi dipendenti a rendere possibile lo sviluppo di progetti portatori di valore[72].

Sempre in relazione ad investimenti specifici, le imprese con una possibilità di crescita (es. start-up) più elevata, come già anticipato, sono più predisposte a coprirsi dai rischi, (Nance, Smith and Smithson, 1993) in quanto non hanno ancora raggiunto una maturità economica tale che permetta loro

[71] Garven J.R., MacMinn R.D., *The Underinvestment Problem, Bond Covenants and Insurance*, The Journal of Risk and Insurance, vol. 60, no. 4, pp. 635-646, 1993.

[72] Froot K.A., Scharfstein D.S., Stein J.C., *Risk Management: Coordinating corporate investment and financing policies*, Journal of Finance, vol. 48, no. 5, pp. 1629-1658, 1993.

di controllare i risultati ottenuti. Una buona copertura dai rischi può così permettere a questi operatori di stabilizzare i cash flows e tenere sotto controllo il processo di espansione.
Un'impresa per mettere in atto nuovi investimenti ha necessariamente bisogno di fornitori che decidano di entrare in un contratto di lungo periodo e di clienti che siano poi disposti a comprare i suoi prodotti. Risulta evidente come tutto questo sia collegato alla riduzione dei costi del dissesto per rendere l'impresa più competitiva ed assicurarne la solvibilità.
Gli investimenti aziendali hanno inoltre il potere di *inviare segnali* al mercato. L'emissione di segnali da parte delle imprese di "buona qualità" è un modo attraverso il quale superare il problema della selezione avversa; tale emissione comporta dei costi che solo le imprese di "buona qualità" hanno interesse a supportare al fine di distinguersi nel mercato rispetto alle imprese di "cattiva qualità" e rendere cosi appetibile agli investitori esterni il loro progetto di investimento. Le imprese "buone" dovrebbero essere in grado di dare al compratore un'indicazione inequivocabile sulla qualità del prodotto offerto e che, allo stesso tempo, sia troppo costosa perché possa essere imitata da parte del produttore di cattiva qualità. Il processo risulta più complicato quando si parla di investimenti in R&S in quanto tanto il mercato tanto i potenziali investitori esterni potrebbero non vedere mai i frutti dei fondi investiti nel caso in cui questi non si traducano poi in brevetti.

2.4.4. Allineamento degli interessi del management e degli shareholders

Nella realtà odierna si verifica sempre più frequentemente la divisione fra la figura del proprietario dell'impresa (owner, shareholders) e di chi effettivamente la gestisce (management). La separazione proprietà-controllo crea conflitti di interesse fra le due parti in quanto entrambe tendono a perseguire le loro obiettivi non sempre coincidenti. La realtà aziendale vista dagli azionisti prevede che l'obiettivo del management sia quello di massimizzare il prezzo delle azioni sul mercato, questo non sempre accade in quanto spesso i dirigenti sono più interessati al loro benessere che a quello dell'impresa; questo nonostante essi, diversamente dagli shareholders, non possano diversificare il rischio unico associato alla gestione d'impresa. Essi sono esposti al rischio totale e non solo a quello sistematico. Il conflitto di interessi viene alimentato dal fatto che i manager possiedono più informazioni rispetto ai proprietari (asimmetrie informative), e possono sfruttarle a loro vantaggio. Torniamo qui che al concetto di *costi di agenzia* già introdotti precedentemente. Esistono due tipi di costi di agenzia: quelli del capitale azionario e quelli associati al debito; i primi sono quelli generati dai conflitti fra agente e principale (management ed azionisti) ed i secondi fra shareholders e bondholders. In questa sede ci riferiano ai primi dopo aver parlato dei secondi della sezione precedente.

I costi di agenzia sono rappresentanti da costi di sorveglianza, di incentivazione, e costi di obbligazione. I costi di sorveglianza (o monitoraggio) sono quelli che gli azionisti sono tenuti a sostenere per controllare che il management operi effettivamente nell'interesse dell'azienda, essi includono ad esempio le attività di auditing e il sistema di controllo interno e la determinazione di specifici budget; i costi di incentivazione rappresentano la possibilità di introdurre particolari clausole riguardo i benefici e la retribuzione che essi sono disposti a offrire al management in cambio di un effettivo aumento di valore dell'impresa.

Il maggiore spunto in letteratura riguardo l'analisi dei costi di agenzia ci è stato fornito da Jensen and Meckling (1976), nel quale si analizzano i problemi fra agente e principale i quali possono manifestarsi ex-ante e ex-post. Si parla di *selezione avversa* nel caso di opportunismo ex-ante e di *azzardo morale*, ex-post. L'azzardo morale è determinato dalla presenza di *asimmetrie informative*, appunto, in quanto il management sarà in possesso di informazioni che gli shareholders non hanno e possono dunque utilizzarle a loro vantaggio.

Il management può cercare di ottenere vantaggio dalla società e farla crescere alle spese degli azionisti utilizzando le risorse per effettuare investimenti *non favorevoli* al posto di distribuire dividendi. In un momento di eccesso di liquidità, essi potrebbero sentirsi "giustificati" anche se le risorse investite non portano alcun valore in azienda.

Come detto nel paragrafo precedente, il ricorso al debito può essere un modo per disciplinare il comportamento del management riducendo la propensione a utilizzare impropriamente i free cash flows, vale a dire i flussi di cassa destinati alla remunerazione dei finanziatori.

Oltre al ricorso all'indebitamento anche il fatto che il management possieda capitale di rischio (equity), può contribuire ad allineare i suoi interessi con quelli dei proprietari dell'impresa.

Lo strumento largamente usato in questo senso sono le stock options, ma vi sono pareri discordanti a riguardo. Alcuni autori vedono il ricorso a tale strumento come una soluzione ai problemi di disallineamento degli interessi secondo la *optimal contracting theory*, altri invece ritengono che le stock options determinino una remunerazione eccessiva per gli amministratori beneficiari, non necessariamente commisurata alla loro performance (*rent-extraction theory*)[73].

La presenza di un Consiglio di Amministrazione (Board of Directors) può essere un ulteriore strumento per allineare gli interessi di management ed azionisti in quanto tale organo è elettivo ed i suoi membri sono eletti dall'assemblea dei soci. Il CdA è incaricato di determinare gli obiettivi aziendali, di redigere i piani strategici.

I poteri del CdA variano a seconda del modello di governance attuato da ciascuna azienda, il quale sarà collegato alle politiche di gestione; il CdA provvedere alla gestione dei *sistemi di controllo*

[73] Edmans A., Gabaix X., *Is CEO Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories*, vol. 15, no.3, pp. 486-496, 2009.
Bebchuk L., Fried J., Walker D., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, University of Chicago Law Review, vol. 69, pp. 751–846.

interni, i quali hanno la finalità, appunto, di assicurare nel rispetto delle strategie aziendali, il conseguimento delle finalità di tutela e di presidio dei rischi d'azienda.

2.4.5. Assistenza nello sviluppo di piani finanziari

La pianificazione strategica riveste un ruolo cruciale per il successo di un'impresa, e la volatilità dei cash flows e del reddito anno dopo anno o trimestre dopo trimestre, non permette di valutare la performance aziendale in maniera adeguata. Tale volatilità può essere influenzata da variazione dei prezzi delle commodities o dei tassi di interesse o dei tassi di cambio ed il ruolo del risk management è appunto di limitare tali variazioni in modo da avere un quadro più chiaro delle variabili che impattano la performance aziendale. Una gestione dei flussi di cassa capace di limitarne la volatilità può agevolare il management nella redazione di budget e di piani finanziari pluriennali relativi non solo agli investimenti in essere, ma anche al reperimento dei fondi per finanziarli.

Il *financial planning* consiste nella creazione di scenari che mostrano come le politiche aziendali (ad esempio, spesa in conto capitale, acquisizioni, dividendi e copertura) incidono sulla posizione finanziaria dell'impresa e il suo profilo di rischio complessivo. Quando si parla di *financial planning* si intende fare previsioni sulla liquidità d'impresa (compreso il bisogno di fondi), l'esposizione finanziaria, il bilancio, il reddito d'esercizio e gli indici di performance. Il financial planning si prefigge anche lo scopo di stimare come queste previsioni possano variare in relazione delle assunzioni sottostanti (ad esempio, prevedo che il costo delle materie prime di cui ho bisogno non vari nei prossimi due esercizi, e se invece variasse?). I piani finanziari possono essere fatti su orizzonti temporali di breve (un anno), medio (da uno a cinque anni) e lungo periodo (sopra i cinque anni); ognuno di essi ha obiettivi differenti. Nel breve periodo si valuta soprattutto il capitale circolante di cui l'impresa ha bisogno, nel medio ci si focalizza sul mantenimento degli asset e l'investimento in ricerca e sviluppo, nel lungo si prende invece in considerazione l'intera struttura finanziaria dell'impresa, la possibilità di espandere le sue attività ecc..[74].

Per creare i vari scenari viene utilizzato in alcuni casi il Cash Flow at Risk (CFaR), simile al VaR, con la differenza che al posto di valutare la volatilità del valore (appunto value) vengono stimate le possibili variazioni dei flussi in un certo periodo di confidenza tennedo conto dei rischi che li determinano.

[74] Per un approfondimento si veda: Alviniussen A., Jankensgård H., Enterprise Risk Budgeting - Bringing Risk Management into the Financial Planning Process, Journal of Applied Finance, Vol. 19, p178-208, 2009.

2.4.6. Stabilizzazione dei dividendi

Le politiche di distribuzione dei dividendi sono legate alla gestione dei flussi aziendali; dato che l'attività di Risk Management permette la stabilizzare dei cash flow, controllare quest'ultima significa controllare anche lo streaming di dividendi che l'impresa è disposta ad erogare. Questo è tanto più importante quanto più un'impresa ha un azionario pubblico diffuso di investitori ed il suo valore è sensibile alle segnalazioni di mercato. La stabilizzazione dei dividendi è necessaria per comunicare informazioni riguardo futuri investimenti e, soprattutto, la solidità della società.
Le asimmetrie informative entrano in gioco anche nell'ambito delle politiche di distribuzione dei dividendi. Si è già detto che i manager hanno a disposizione più informazioni rispetto agli investitori, ciò implica che la variazione del dividendo distribuito invia dei segnali che variano a seconda di un:

Aumento del livello dei dividendi	Diminuzione del livello dei dividendi
- Il mercato percepisce che il management riesca a sostenere tale livello anche in futuro. - Aspettative di dividendi futuri più elevati, aumentando il valore di mercato dell'impresa. - Segnale di un'impresa sana e in crescita	- Il mercato percepisce che il management non sia più capace di sostenere l'attuale livello di dividendi. - Aspettative di dividendi sempre minori, diminuzione del valore di mercato dell'impresa. - Segnale di un'impresa che sta avendo difficoltà finanziarie.

Gli investitori, per definizione avversi al rischio, non amano le "sorprese", dunque un livello standard di dividendi, o per lo meno, all'interno di una forchetta di valori ragionevole, rende i soci più predisposti a lasciare le loro risorse investite in azienda ed a non cercare investimenti alternativi.
Ad esempio la multinazionale Apple, la quale divenne una public company nel 1980, iniziò a pagare i suoi primi dividenti solo sette anni dopo, nel 1987 in quanto voleva inviare un messaggio preciso per convincere il mercato che i risultati che l'impresa aveva raggiunto fino a quel momento non erano provvisori.
Ovvio che una politica di dividendi costanti non è sufficiente, a supporto di essa vi deve necessariamente essere anche la liquidità necessaria per il pagamento delle somme dovute.
Alcune imprese prediligono una politica di payout ratio costante[75] in base al quale i dividendi seguono i flussi di cassa evitando deficit e surplus di risorse. Con l'attività di Risk Management è possibile fondere le due politiche di distribuzione dei dividendi evitando disallineamenti nei margini reddituali.
L'acquisto di azioni proprie può essere una valida alternativa al pagamento di extra dividendi in un momento di liquidità in eccesso in quanto se l'impresa alza il suo livello di payout il mercato si aspetta

[75] Si veda capitolo 1 sul rischio di price equity.

che essa sia poi in grado di sostenerlo anche per i periodi successivi. Se ciò non accade l'impresa invia un segnale negativo che suggerisce una gestione non continuativa ed un'estrema volatilità dei rendimenti. Inoltre il riacquisto di azioni proprie invia un segnale positivo al mercato in quanto implica che la azioni sono considerate sottovalutate dall'impresa[76].

[76] *Eni, la sfida è aumentare i flussi di cassa - Focus sulla cedola e il piano di buy back*, il Sole 24 Ore, 31/03/2014.

2.5. l processo di Risk Management

Lo schema di analisi sviluppato di seguito è solo un esempio del processo di Risk Management in quanto come anticipato esso deve necessariamente essere sviluppato *su misura* (*tailored*) dalla singola impresa a seconda delle sue peculiarità in termini dimensionali, di governance, di obiettivi di business ecc.

Molte imprese per implementare il loro proprio processo di ERM si sono avvalse degli standard introdotti precedentemente, altre lo hanno sviluppato ex-novo, altre ancora, facendo parte di un gruppo, seguono le direttive della holding di riferimento. La presenza di un adeguato controllo di gestione assicura che le coperture nei confronti dei rischi vengano fatte in maniera non arbitraria, in linea con le aspettative sui margini reddituali e le politiche aziendali.

Il processo di Risk Management deve essere coordinato ed implementato da tutti gli organi aziendali; dal board of director agli impiegati nelle linee di produzione.

Un esempio di processo di Risk Management:

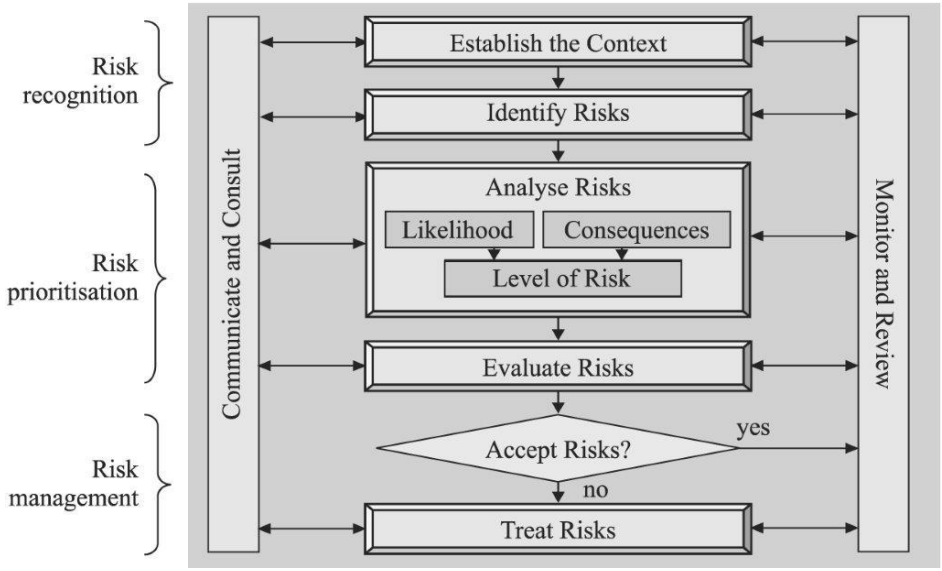


Figura 2.1 Schema processo di Risk Management.

Il primo step richiede di *stabilire il contesto* di analisi; esso prevede in primis si fissare gli obiettivi aziendali ed analizzare l'ambiente interno ed esterno in cui essa opera. Si passa in seguito all'*identificazione del rischio* dove vengono creati possibili scenari per analizzare le cause e le conseguenze dei rischi nelle varie aree di business; questi due primi processi rappresentano la fase di "Risk Recognition", come si vede nello schema precedente, durante la quale l'impresa semplicemente

stabilisce ed appunto *riconosce*, i suoi limiti ed i suoi obiettivi. In seguito inizia la fase di "Risk Prioritisation" la quale prevede una prima fare di *analisi* del rischio, ed una seconda di *valutazione*. Lo scopo di questo passaggio è classificare i rischi per identificare quelli che potranno essere accettati e quelli che invece andranno adeguatamente gestiti. In alcuni casi queste due fasi del processo possono essere fuse fra loro. L'identificazione, l'analisi e la valutazione dei rischi in molti Standards viene definito come il processo di Risk Assessment[77].

Si arriva quindi al *trattamento* dei rischi è la fase che più ci interessa nel merito di questa analisi in quanto la decisione se utilizzare o meno gli strumenti derivati è effettuata a questo punto dell'analisi.

Il *monitoraggio* e la *comunicazione* si svolgono lungo tutta la fase del processo di Risk Management, al fine di operare in assoluta trasparenza, evitare eventuali asimmetrie informative, ma soprattutto adeguare il procedimento a possibili variazioni scenario.

Ogni individuo all'interno del sistema azienda ha un compito ben determinato nel processo di Risk Management: gli *organi di governo* definiscono i principi di governance, stabiliscono il livello di attitudine e di accettazione del rischio (risk appetite e risk tolerance) e formulano gli obiettivi strategici per la gestione del rischio; il *management* esprime la propria percezione del rischio, traduce in azione gli obiettivi strategici, valuta i rischi e fissa le priorità di intervento; *quadri e dirigenti* sono incaricati di mettere in pratica nelle varie fasi della produzione aziendale quanto precedentemente predisposto al fine di raggiungere gli obiettivi, tenendo conto dei rischi ai quali dovranno far fronte.

[77] *Risk management — Risk assessment techniques*, IEC/FDIS 31010:2009 (E), International Standard.

2.5.1. Stabilire il contesto di analisi

Il primo passo verso l'implementazione di una buona gestione dei rischi è comprendere le peculiarità dell'ambiente esterno in cui l'impresa opera e come la cultura aziendale percepisce tale ambiente. I rischi vanno ricercati analizzando le *opportunità* che l'impresa è in grado di cogliere, i suoi *obiettivi* e gli *interessi* degli stakehorlders.

Il contesto esterno è l'ambiente da cui l'impresa riceve gli input e distribuisce i suoi output e va analizzato sotto il profilo sociale, normativo, legislativo, culturale, competitivo, finanziario e politico; valutatiando i punti di forza e di debolezza che si incontrano in ognuno di questi ambiti.

I metodi più utilizzati per l'analisi del contesto *esterno* in cui l'impresa opera sono l'analisi SWOT (Strength, Weaknesses, Opportunities and Threats) oppure l'analisi PEST (Political, Economic, Societal and Technological), qui di seguito un esempio di analisi SWOT.

SWOT		ANALISI INTERNA	
		Forza	Debolezze
ANALISI ESTERNA	Opportunità	Sviluppare metodologie in grado di sfruttare i punti di forza dell'azienda	Per arrivare alle opportu-nità devo capire quali debolezze devo eliminare
	Minacce	Attraverso l'utilizzo dei punti di forza, si riescono a contrastare le minacce	Conoscere le minacce dell'azienda evitando il contcon le debolezze

Figura 2.2 Schema analisi SWOT.

Il contesto interno, invece, è l'ambiente all'interno del quale le funzioni aziendali cercano di raggiungere gli obiettivi precedentemente prefissati; qui i fattori da analizzare sono generalmente le strategie da mettere in atto per raggiungere tali obiettivi, la governance, la struttura, i ruoli e le responsabilità degli individui all'interno dell'impresa, la qualità delle risorse umane , dei sistemi e dei processi, la tolleranza al rischio, la propensione al rischio "dell'impresa", o, in alcuni casi, dell'imprenditore.

2.5.2.Identificazione

Una volta predisposti gli obiettivi ed analizzato l'ambiente in cui l'impresa opera vanno identificate una per una le varie minacce/opportunità relative ad ogni area di business. L'identificazione delle fonti di rischio è lo step più delicato del processo di Risk Management in quanto se un rischio non viene opportunatamente individuato risulta poi difficile gestirlo in maniera efficiente.

L'identificazione deve essere svolta ad ogni livello organizzativo, e può essere sviluppata tramite varie tecniche, esse dipendono dalla struttura dell'impresa e dal settore di attività. L'identificazione può essere perseguita tramite interviste, workshop, checklist e questionari per raccogliere il maggior numero di informazioni; lo strumento dell'*intervista* viene solitamente utilizzato per il vertice aziendale, mentre i *questionari* per il personale e gli altri componenti dell'organizzazione. Le *checklist* sono elenchi di possibili rischi compilati sulla base di esperienze pregresse nell'organizzazione produttiva, nella maggior parte dei casi sono un elenco di domande che gli esperti di settore devono "check" per verificare se l'impresa è in grado di mantenere le azioni necessarie (es. Avete una procedura in grado di cogliere i rischi? Viene utilizzata normalmente? Oppure Fate un'analisi regolare dei rischi?). Il *workshop*, invece, è un momento di lavoro di un gruppo di persone appartenenti a diversi livelli aziendali; attraverso questo strumento si riescono ad evidenziare i rischi interfunzionali e le inefficienze.

Per accumulare esperienza all'interno dell'impresa nella gestione dei rischi, la presenza di personale qualificato nelle varie parti dell'impresa po' risultare un valore aggiunto; sono questi ultimi infatti che svolgendo le varie funzioni possono maggiormente rendersi conto di alcuni elementi che andrebbero monitorati o migliorati.

Un esempio di schema di tecniche di identificazione dei rischi:

Table V Techniques of risk identification

Risk identification techniques
Analysis of historical data
Case-based approach
Intuition/judgment/experience
Checklist
Financial statement method
Physical inspection
Flow charts
Scenario building
HAZOP (hazard and operability) study
Questionnaire
Influence diagram

Figura 2.3 Fonte: "Perceptions of Singapore construction contractors on construction risk identification" (2008)[78]

[78] Hlaing N.N., Singh D., Tiong R.L.K., Ehrlich M., *Perceptions of Singapore construction contractors on construction risk identification*, Journal of Financial Management of Property and Construction, vol. 13 no. 2, pp.85-95, 2008.

Una volta indentificati i rischi vengono poi riassunti in una matrice che descrive le loro rispettive criticità in ogni area dell'organizzazione:

		Areas of Impact		
		Area 1	Area 2	Area 3
Sources of Risk	Source 1	X	X	x
	Source 2	X	X	x

Figura 2.4 Schema riassuntivo dei rischi per impatto ed area di gestione

2.5.3. Analisi

Il secondo step nell'analisi dei rischi, una volta che essi sono stati "individuati", è considerare le loro cause, conseguenze e la probabilità di accadimento. Per ogni rischio va stabilita la una *severity* e la una *frequency*, ovvero l'impatto sulla gestione aziendale e la sua probabilità di accadimento.

L'analisi può essere svolta in forma qualitativa, semi-quantitativa, o quantitativa:

- L'*analisi qualitativa* prevedere una scala descrittiva per segnalare la gravità delle potenziali conseguenze (insignificante, minore, media, maggiore, catastrofica; oppure bassa, media, alta) e della loro probabilità di manifestazione (probabile, possibile, improbabile).
- L'*analisi semi-quantitativa* dà un valore alla scala descrittiva permettendo l'utilizzo di formule per decidere il grado di priorità dei rischi (es. 1=insignificante, 2=minore ecc…)
- L'*analisi quantitativa*, invece, utilizza valore numerici ed in tal caso le conseguenze sono spesso espresse in termini monetari e le probabilità in percentuale.

Una metodologia utilizzata è anche quella dell'analisi della sensibilità, per testare gli effetti dei cambiamenti nelle assunzioni iniziali e nei dati. La sensibilità varia, ad esempio, a seconda della struttura dei costi dell'impresa; come introdotto nel capitolo precedente un maggior peso dei costi variabili necessita di una valutazione accurata dei vari scenari possibili in quanto i risultati possono variare considerevolmente da un esercizio all'altro.

In questa fase vengono inoltre valutati sia i controlli già esistenti che le nuove forme che potrebbero essere messe in atto per ridurre la probabilità e/o la conseguenza del rischio; viene anche valutato il

trade-off fra costi e benefici del controllo di gestione, in quanto nel calcolo della probabilità di accadimento e l'ammontare delle perdite possibile questa variabile deve necessariamente essere presa in considerazione.

Si pensi ad esempio ad un'impresa agricola, la cui attività principale è la produzione di grano ai fini di vendita; fra i rischi a cui essa può essere esposta il più significativo è certamente il rischio relativo ai cambiamenti climatici, ma non tutti hanno lo stesso impatto e la stessa probabilità di accadimento: una stagione caratterizzata da un particolare grado di siccità porta certamente perdite a livelli di produzione, le quali possono essere evitati con un adeguato sistema di irrigazione; nel caso invece di un evento più raro (e di difficile previsione) come un tornado, l'impresa si trova totalmente esposta a tale rischio e non può far altro che quantificarne la perdita correlata.

Lo schema seguente è un esempio di matrice di analisi dei rischi; quelli presenti nella parte in basso a sinistra sono le categorie che molto probabilmente l'impresa deciderà di non gestire (rischi accettabili), all'estremo i rischi nel riquadro in alto a destra sono quelli di entità talmente importante da compromettere la continuità dell'attività d'impresa.

Una volta raggruppati i rischi in categorie a seconda del loro impatto e accadimento essi vanno opportunatamente valutati per quantificare il risk exposure totale dell'impresa.

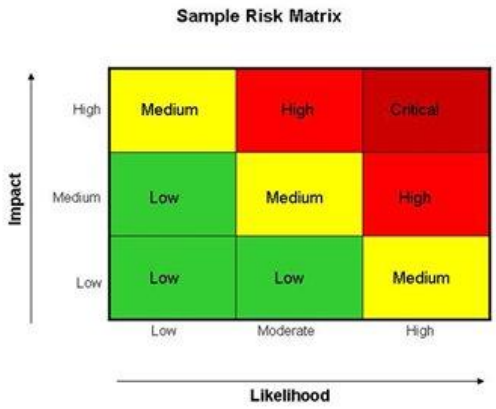


Figura 2.5 Matrice di classificazione dei rischi

2.5.4. Valutazione

In questa fase del processo di Risk Management si comparano i risultati del risk analysis con i risk criteria per determinare quei rischi che possono essere accettati e quelli invece l'impresa dovrà gestire o trasferire a terzi.

Dagli anni '90 modelli di misurazione della volatilità come il Value at Risk (VaR) sono stati largamente implementati per misurare e gestire ogni tipo di rischio di mercato all'interno di un'organizzazione. Il VaR misura la massima perdita potenziale in cui un portafoglio, o un investimento può incorrere dato uno specifico livello di confidenza ed un periodo di tempo determinato[79]. L'uso del VaR è stato molto discusso, in quanto in alcuni casi ha portato ad una valutazione non del tutto corretta della gravità del rischio a cui l'impresa andava incontro.[80] Questo metodo non è infatti utilizzabile per valutare eventi di portata eccezionali (gravi sconvolgimenti politici o catastrofi naturali), esso dà una stima in condizioni normali di mercato.

Nella pratica è utile suddividere i rischi a seconda dell'ammontare dei danni che essi possono causare; la classificazione permette al management di dividere rischi che potrebbero compromettere l'esistenza dell'impresa da quelli che potrebbero causare solo perdite marginali; i cosiddetti rischi *accettabili* o *non accettabili*; dalla stima potrebbe sorgere ad esempio che un determinato rischio è talmente basso da non giustificarne il costo per il trattamento.

A questo punto viene comparata l'*esposizione* al rischio alla *tolleranza* precedentemente predisposta nel primo step del processo; si procede poi con la *mappatura*, o classificazione dei rischi per stabilirne le priorità in termini di gestione. In questa parte del processo si valuta quantitativamente il livello delle perdite rendendo poi possibile stabilire se le risorse investite per mitigare le minacce sono opportunatamente giustificate. L'ammontare delle possibili perdite può risultare, oltre che all'interno del processo stesso di Risk Management, anche in bilancio come accantonamento rischi se la minaccia è ritenuta molto probabile.

Di seguito un esempio di schema che può essere ottenuto in seguito alla valutazione.

[79] L'invenzione è generalmente riconosciuta a Dennis Weatherstone, Chairman di JP Morgan. Il VaR deriva dal "Rapporto 4.15", il quale racchiudeva il riassunto dei movimenti del mercato e l'esposizione al rischio della banca per le 24 ore successive. Il nome "Rapporto 4.15" deriva dal fatto che esso doveva essere consegnato ogni giorno alle 4.15 pm.

[80] Culp C.L., Miller M.H., Neves A.M.P., *Value At Risk: Uses And Abuses*, Journal of Applied Corporate Finance, vol.10, no.4, pp. 26-38, 1998.

	Consequence score (severity levels) and examples of descriptors				
	1	2	3	4	5
Domains	**Negligible**	**Minor**	**Moderate**	**Major**	**Catastrophic**
Impact on the safety of patients, staff or public (physical / psychological harm)	Minimal injury requiring no/minimal intervention or treatment. No time off work	Minor injury or illness, requiring minor intervention Requiring time off work for up to 3 days Increase in length of hospital stay by 1-3 days	Moderate injury requiring professional intervention Requiring time off work for 4-14 days Increase in length of hospital stay by 4-15 days RIDDOR / agency reportable incident An event which impacts on a small number of patients	Major injury leading to long-term incapacity / disability Requiring time off work for >14 days Increase in length of hospital stay by >15 days Mismanagement of patient care with long-term effects	Incident leading to death Multiple permanent injuries or irreversible health effects An event which impacts on a large number of patients

Figura 2.6 Schema di valutazione del rischio.
Fonte: Risk Evaluation Matrix - South Birmingham Primary Care Trust

2.5.5. Trattamento

Una volta redatto il ranking e classificati i rischi si determina quali di essi possano essere considerati *accettabili* e quali invece *inaccettabili*. I rischi considerati *inaccettabili* dal management devono essere gestiti per assicurare il buon funzionamento dell'impresa. L'obiettivo di questo ulteriore step è quello di sviluppare soluzioni efficienti a livello di costi e tempistiche per le gestione di tali rischi.

In relazione alla tipologia di rischio, alle strategie e all'orientazione del management, la gestione può avvenire in diversi modi:

- *Risk avoidance.* Il management può semplicemente evitare un singolo rischio non entrando ad esempio in un determinato business o contratto ritenuto rischioso; come evitare di fare transazioni con un paese ritenuto politicamente instabile.
- *Risk reducion.* Può avvenire tramite la riduzione dell'esposizione a tale rischio o dell'ammontare delle perdite attese. Questo può essere fatto, ad esempio chiedendo delle garanzie.
- *Risk shifting.* Il rischio può essere trasferito ad una controparte; ad esempio il rischio di tasso di cambio può essere trasferito ad un importatore straniero se la fattura dell'esportatore è redatta nella sua divisa domestica. Tipicamente i rischi sono trasferiti ad una compagnia id assicurazione tramite il pagamento di un premio sottoscrivendo delle polizze specifiche.
- *Risk hedging*. Il rischio di una transazione o di un contratto può essere coperto. I rischi finanziari possono essere coperti ricorrendo a strumenti finanziari derivati.

Durante questa fase del processo vengono sviluppati piani per il trattamento dei rischi considerando le responsabilità, il budget disponibile, i benefici derivanti dalle azioni di controllo e la misurazione della performance. La scelta fra una copertura interna ed il trasferimento dipenderà da costi di copertura, costi amministrativi ed il rischio residuo associato ad ognuna delle alternative; è infatti in questa fase che l'impresa potrebbe decidere di ricorrere all'utilizzo dei derivati finanziari per coprirsi da alcuni rischi. A seconda del tipo di strumento sottoscritto essi possono rientrare nella categoria di risk hedging o risk shifting, in quanto in alcuni casi il contratto prevedere il traferito del rischio.

Solitamente l'impresa tende a prediligere gli strumenti per il trasferimento del rischio (soprattutto tramite assicurazione) per coprirsi dai rischi come incendio, terremoto ecc.. rischi a bassa frequenza, ma ad alto grado di impatto; impossibili da prevedere con accuratezza sufficiente per poter implementare sistemi di protezione adeguati.

2.5.6. Monitoring and review

Il monitoraggio del processo di Risk Management deve essere svolto con estrema accuratezza e provvedere a verificare che vengano seguite tutte le direttive predisposte per l'identificazione, analisi e valutazione dei rischi ed infine per il loro trattamento; deve inoltre controllare che i processi siano adatti ai mutamenti dell'ambiente interno ed esterno dell'impresa e proporre eventuali modifiche per migliorare la gestione. Come già esplicitato il contesto in cui l'azienda opera è estremamente dinamico ed è impensabile di mantenere un sistema di gestione dei rischi costante nel tempo senza che esso venga costantemente adattato alle nuove minacce e opportunità.

Il monitoraggio avverrà con diversa frequenza a seconda del tipo di attività che l'impresa svolge; una società petrolifera solitamente deve monitorare il prezzo del petrolio ogni mese o ogni trimestre, mentre un istituto finanziario ha bisogno di osservare le variazioni dei prezzi ad esempio delle sue posizioni in derivati ogni giorno.

Con l'attività di review è possibile che, alla luce dei cambiamenti nell'ambiente con cui l'impresa è a contatto, si decida di aumentare o diminuire la sua tolleranza al rischio, la quale diventerà poi un punto di confronto per decidere quali rischi potranno essere accettati e quali no. Le informazioni riguardanti il mutamento delle condizioni di operatività dell'impresa vanno tempestivamente comunicate al top management ed al board of directior, saranno questi ultimi a determinare il nuovo livello di tolleranza al rischio dell'azienda.

2.5.7. Reporting e comunicazione del rischio

Anche l'azione di comunicazione e reporting avviene lungo tutto il processo di risk management, essa ha a funzione di limitare le asimmetrie informative fra coloro che sono all'interno dell'impresa e chi invece ne è proprietario (costi di agenzia) ed informare i vari organi aziendali riguardo le politiche in atto. Il management è obbligato ad implementare un processo di *risk monitory* e gli shareholders possono utilizzare i loro diritti per chiedere informazioni al fine di giudicare l'efficienza del sistema di risk management in atto.

Questa fare riguarda sia gli stakeolders interni che gli esterni, con tale mezzo è possibile mettere in chiaro la responsabilità di ognuno di loro nell'ambito della procedura di identificazione, valutazione e trattamento del rischio. È importante precisare che l'identificazione del livello target di rischio dell'intera impresa e la decisione di quali rischi vengano accettati e quali no è in mano al top management ed al board of direction; è quindi essenziale un'opportuna comunicazione agli stessi da parte degli organi incaricati delle conseguenze di tali rischi sull'operatività dell'impresa.

Un esemplare problema di mancanza di un'adeguata comunicazione è rappresentato in un comunicato che UBS pubblicò per i propri azionisti, nel quale si discutevano le cause della crisi dei subprimes:

> *"[…]a number of attempts were made to present subprime or housing related exposures. The reports did not, however, communicate an effective message for a number of reasons, in particular because the reports were overly complex, presented outdated data or were not made available to the right audience.*[81] "

[81] Stulz R.M, *Risk Management failures: What are they and when do they happened?*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 20, no. 4, pp. 58-67, 2008.

“"People of my generation who are not astrophysicists have to strain to understand these products. (...) To put it simply and directly, if the bosses do not or cannot understand both the risks and the rewards in their products, their firm should not be in the business."[82]

[82] Discorso tenuto da William J. McDonough, presidente della Federal Reserve Bank di New York. Fonte: Lawrence Malkin, *Procter & Gamble's Tale of Derivatives Woe*, The New York Times, 14 Aprile 1994.

Capitolo 3

L’utilizzo dei derivati nella gestione dei rischi

3.1 Aspetti introduttivi - 3.2 La gestione dei rischi tramite strumenti derivati - 3.3 Le forme tecniche: copertura e caratteristiche – 3.3.1 Derivati e rischio di tasso di interesse - 3.3.1.1 Interest Rate Futures - 3.3.1.2 Forward Rate Agreement - 3.3.1.3 Interest Rate Swap (e varianti) – 3.3.1.4 Interest Rate Options - 3.3.2 Derivati e rischio di tasso di cambio – 3.3.2.1. Currency Futures - 3.3.2.2 Outright forward foreign exchange transaction - 3.3.2.3 Currency Swap (e variant)– 3.3.2.4 Currency Options – 3.3.3 Derivati e rischio di price commodity – 3.3.3.1 Commodity Futures – 3.3.3.2 Forward su Commodity – 3.3.3.3. Commodity Swap (e variant) - 3.3.3.4 Commodity Options - 3.3.4. Derivati e rischio di price equity – 3.3.4.1 Futures, forward per acquisto di azioni proprie e futures su indici azionari- 3.3.4.2 Equity options (Stock, Bond e Stock index Options) - 3.3.4.3 Equity Swaps – 3.3.5 Nuovi strumenti derivati - 3.4 Il mercato Over-to-counter

3.1. Aspetti introduttivi

La ricerca delle origini del concetto di "derivato" non inizia, come si può pensare, nel ventesimo secolo; ma in verità si parlava già di contratto a termine milioni di anni fa quando gli antichi Egizi avevano la necessità di fissare i prezzi delle coltivazioni che avrebbero dovuto vendere prima ancora del raccolto.

Una diffusione più ampia e strutturata dei contatti derivati avvenne con l'ammissione della negoziazione al Royal Exchange di Londra dei contratti *forward* a cui poi seguì la bolla speculativa conosciuta da tutti come la "mania dei tulipani" del 1637[83].Alcuni anni dopo, precisamente nel 1697, in Giappone si diffuse la contrattazione di accordi a termine standardizzati (*futures*) nel mercato del riso di Osaka (Yodoya, Dojima Rice Exchange) dall'idea della classe dei Samurai in quanto quest'ultimi, essendo remunerati in riso, volevano far in modo di salvaguardare il valore del loro compenso. In tale mercato si incontrava la domanda ed offerta di riso, ma le contrattazioni avvenivano in forma di baratto, molto diverse dalle tipologie di contratti odierni. Il primo mercato futures ufficiale si può datare 1848 ed è il Chicago Board Of Trade, tutt'oggi il più importante per volumi e transazioni. È intuitivo che i primi derivati furono quelli su beni (commodity), in quanto ancora il mercato degli strumenti finanziari non era arrivato ad una maturità tale da riscontrare necessità nella copertura di rischi quali tassi di interesse, credito o di tasso di cambio.

Un comunicato della Consob dell'Ottobre 2008 definisce gli strumenti derivati in questo modo:

> *"Il termine "derivati" indica la caratteristica fondamentale di questi prodotti: il loro valore deriva dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente."*

Dalla definizione appena proposta si può collegare un'ulteriore definizione che viene data ai contratti derivati: *contatti contingenti*[84] (contingent claims); in quanto il soggetto di tali accordi sono diritti ed obblighi derivanti, appunto, dal valore assunto dall'attività sottostante[85].

Secondo il TUIF possono essere definiti strumenti derivati:

- i *futures* su strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici;
- gli *swaps* su tassi di interesse, valute, merci, indici azionari;
- i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci, relativi indici;
- *opzioni* per acquistare o vendere gli strumenti dei punti precedenti e i relativi indici, nonché opzioni su valute, tassi di interesse, merci, relativi indici;

[83] Dash M., *La febbre dei tulipani. La prima grande crisi economica della storia*, Milano, Rizzoli, 1999.
[84] Formula contrattuale in condizioni di incertezza, con la quale ci si assicura contro un evento negativo o si scommette in favore di un evento positivo.
[85] Per approfondimenti riguardo sul piano giuridico dei contratti derivati vedere: Girino E., *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè Editore, 2001.

- combinazioni di contratti o titoli indicati nelle lettere precedenti.

Vi è una ragione per la quale questi strumenti hanno visto un più ampio sviluppo in paesi in cui vige il *common law*, invece di paesi in cui vi è il *diritto romano*. Nei primi infatti la legislazione è flessibile e l'innovazione viene assimilata agli strumenti tradizionali sottostando quindi alle stesse regole operative; nel diritto romano, invece, strumenti innovativi necessitano di regole ed interventi puntuali che implicano dispendio di tempo e risorse. Nei mercati finanziari non è l'efficienza a guidare le scelte e il processo evolutivo, ma il profitto e la voglia di affermarsi[86]; il sistema anglosassone riesce meglio ad adattarsi ai mutamenti dei mercati finanziari, infatti i derivati nascono come "scappatoia" all'inefficienza della regolamentazione dei mercati.

I derivati sono una delle soluzioni adottate nel corso degli anni nelle strategie di gestione del rischio. Da notare che l'uso del termine *gestione* non è lasciato al caso; vi sono casi in cui le stesse imprese non utilizzano i derivati semplicemente per evitare o *coprirsi* dai rischi, ma anche per ottenere profitti investendo la loro liquidità in eccesso a fini *speculativi*i[87].

L'utilizzo degli strumenti derivati per copertura (hedging)[88], ha lo scopo di *evitare* rischi che gravano su un portafoglio già in detenzione, su gli asset già in bilancio, e sui debiti già in essere, sulle merci che si prevede di vendere/acquistare e così via; sterilizzando l'andamento avverso del mercato (reale e finanziario). Nel caso in cui, invece, l'impresa intenda utilizzare i derivati per ottenere un extra-profitto si acquistano prodotti i cui sottostanti non sono necessari alle imprese ai fini della gestione, l'investimento in tal senso ha puri scopi di guadagno ed è per tale ragione che difficilmente se tale è l'ottica, il contratto raggiunge la sua naturale scadenza e viene quindi chiuso anticipatamente. Esperienze pregresse ci hanno insegnato che questa strada il più delle volte risulta piena di insidie ed a volte pericolosa. Robert Studer, presidente del consiglio d'amministrazione di UBS sosteneva già nel 1994 "*It has not reached epidemic proportions, but it is a growing problem*"[89], riferendosi al fatto che le imprese tendevano ad utilizzare gli strumenti derivati più a fini di profitto che per la pura gestione del rischio; due esempio fra tanti che possono essere citati sono quelli della multinazionale Procter & Gamble (1993), la quale perse 102 milioni di dollari speculando sulle oscillazioni dei tassi di interesse e l'italiana Olivetti, che nel 1994 riportò una perdita per oltre 100 miliardi di vecchie lire[90]. Il caso Olivetti purtroppo non è servito di lezione, e molte imprese continuano ancora oggi a perseguire la strategia del "fare soldi con i soldi", invece di investire la liquidità in eccesso in programmi interni di ricerca e sviluppo.

[86] North D.N., *Institutional Change: A Framework Of Analysis.*
[87] Basis risk, rischio di base.
[88] Ai fini dell'analisi oggetto di questo lavoro questa sarà la sola forma di utilizzo contemplata.
[89] The Econominst, 4 giugno, 1994.
[90] La perdita sembra sia stata generata da una strategia di gestione della liquidità troppo aggressiva e decisamente rischiosa, investendo in titoli ben 3 mila miliardi di lire a fronte di un fatturato vicino a 9 mila miliardi (un terzo!). Si disse al tempo che l'impresa aveva operato "più da banca che da industria: tanto da guadagnarsi l' appellativo ironico di "Olivetti Bank"" (*Quando il rosso viene dal future*, Corriere della Sera, 10 ottobre 1994).

Le pagine di cronaca Italiana, come estere, sono piene di esempi di imprese che hanno dovuto dichiarare fallimento a causa di investimenti mal gestiti in strumenti derivati. In molti casi l'accusa è stata rivolta alla banca emittente, sostenendo che quest'ultima non avesse correttamente esplicitato il rischio a cui i sottoscrittori si sarebbero esposti, parlando in alcuni casi di vera e propria truffa[91]. Non bisogna pensare però che le "vittime" siano solamente piccole imprese non abbastanza "scaltre" per potersi difendere; al contrario importanti multinazionali (es. Procter & Gamble), istituzioni finanziarie (es. Barings[92]) e governi (es. Orange Country, California[93]) persero negli anni '90 milioni di dollari.

In Italia i casi più recenti di Unipol-Fondiaria Sai e Monte dei Paschi hanno segnalato come la vigilanza da parte degli organi istituzionali sia una necessità imprescindibile. Le sentenze della Corte d'Appello di Milano (n. 3459 del 18/09/2013) e quella del Tribunale di Torino (17/01/2014) sono intervenute nei casi citati a tutela degli investitori in derivati dichiarando la nullità del contratto per la mancanza di informazioni chiave sugli scenari probabilistici, ritenendoli importanti (se non essenziali) al fine di quantificare il trade-off fra perdite o guadagni[94].

Le contrattazioni in derivati non sono propriamente giochi a somma zero; le crisi finanziarie non portano con loro solo movimenti di denaro da che vince e chi perde, ma creano una serie di esternalità negative che impattano su tutta la società nel suo insieme: diminuzione di fiducia delle imprese verso il sistema finanziario, o fra le stesse banche, costi di fallimento e dissesto che le varie imprese coinvolte dovranno sostenere, ecc…

[91] Per le obbligazioni dell'emittente: Vitelli F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, Giappichelli Editore, 2013. – La Rocca G., *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari* derivati, Cedam.
Alcuni casi esemplari: Un'impresa barese, Divania Spa, sottoscrisse strumenti derivati particolarmente rischiosi con Unicredit nel 2000; le perdite divennero talmente ingenti da determinarne il fallimento nel 2006 . A Salerno, Eurobox srl, impresa che si occupava di imballaggi metallici, mosse un'accusa contro Unicredit per insuzione al fallimento. A Prato invece la banca presa di mira fu Intesa San Paolo dove molteplici furono le imprese che si trovarono in seria difficoltà. Riferimenti articoli di cronaca: *"I derivati hanno fatto chiudere l'azienda" Chiesto il giudizio per 20 funzionari Unicredit*, La Repubblica – Bari, 19 ottobre 2011; *Derivati Unicredit, Eurobox chiama in causa banca per "induzione al fallimento",* Il Fatto Quotidiano, 26 giugno 2014; *Derivati-trappola per decine di aziende*, Il Tirreno, 14 luglio 2012.
[92] Zhang P.G., *Barings bankruptcy and financial derivatives*, Singapore, world scientific, 1995.
[93]*ORANGE COUNTY'S BANKRUPTCY: THE OVERVIEW; Orange County Crisis Jolts Bond Market*, The New York Times, 8 dicembre 1994.
[94] Per approfondimento vedere "Movement for risk transparency"

3.2. La gestione dei rischi tramite strumenti derivati

Dal capitolo precedente si è visto che l'impresa ha bisogno di prendere diverse decisioni riguardo la gestione dei suoi rischi e molte variabili entrano in gioco per mettere in atto la strategia più conveniente ed efficace "su misura" dell'azienda.

La gestione dei rischi tramite strumenti derivati è solo una delle modalità che l'impresa ha per coprirsi dai rischi, molte delle strategie di copertura realizzabili con questi strumenti possono essere artificialmente replicate con acquisti e/o vendite sul mercato a pronti. Prendiamo come esempio la gestione di *rischio di prezzo* di una materia prima, rischio al quale la maggior parte delle imprese manifatturiere si trovano a far fronte: l'obiettivo è quello di coprirsi contro il rialzo del prezzo di tale materia (es. alluminio), in quanto è stato stilato un certo budget che è necessario rispettare ed un aumento inatteso dei costi potrebbe compromettere il risultato finale del progetto. L'impresa può coprirsi da tale rischio acquistando tutto l'alluminio di cui necessita ora, aspettandosi che il prezzo aumenterà nel futuro, oppure acquistare un contratto a termine, con cui fissa il prezzo che pagherà alla data convenuta per l'acquisto di un certo ammontare di alluminio.

Le due strategie alternative presentano certamente costi e benefici che l'impresa deve valutare: con l'acquisto sul mercato a pronti, l'impresa sì si copre dal rialzo dei prezzi, ma si espone al rischio di elevati costi di stoccaggio, senza contare un ingente esborso che potrebbe compromettere l'equilibrio della tesoreria e privare l'impresa di risorse liquide necessarie per far fronte ad altri tipi di obblighi; inoltre, nonostante non sia il caso con un bene come l'alluminio, vi sono merci che non possono essere tenute in stock per un periodo di tempo troppo lungo in quanto a rischio deperimento, altre ancora che non possono essere stoccate affatto (es. elettricità).

La strategia di acquisto di un *contratto a termine* al fine di fissare il prezzo d'acquisto nel futuro non è però l'ultimo step del processo decisionale; vi sono, infatti, diversi tipi di contratti a termine, e per ognuno di essi l'impresa dovrà valutare rischi e benefici. I contratti a termine di nostro interesse sono gli strumenti derivati, ed uno dei benefici che il loro utilizzo comporta è quello di poter investire somme relativamente ridotte per impegnare importi più elevati; tale capacità è conosciuta come *effetto leva* o *leverage* e prevedere che, anziché versare il controvalore totale del bene/titolo che si vuole acquistare, si versi solo una frazione di questo per poter avere la facoltà di acquistarlo in futuro. Attenzione, però, alle implicazioni dell'effetto leva: le oscillazioni di prezzo delle attività sottostanti si ripercuotono sul prodotto derivato in maniera sovra-proporzionale e guadagni e perdite vengono notevolmente amplificati; nemmeno i contratti a termine, dunque, sembrano essere privi di rischi.

La flessibilità degli strumenti derivati non si manifesta solo in termini di costo, ma anche in termini di gestione; essi danno la possibilità di alterate la struttura dell'attivo e del passivo, dei ricavi ed dei costi più velocemente ed a costi minori rispetto ad un cambio di gestione strutturale. Contribuiscono inoltre a risolvere inconvenienti che possono manifestarsi durante una transazione, quali un affare che non viene più concluso, o che viene rimandato nel tempo, o anticipato, o che risulta di importo diverso da

quanto preventivato.

Nel momento in cui l'impresa entra nel merito della gestione *tattica* del rischio, essa inizia a porsi varie domande, riguardanti, ad esempio, la scelta della data di inizio della strategia di copertura (oggi, fra tre mesi, fra un anno), la percentuale di sottostante da coprire, le aspettative riguardo i movimenti del mercato (aumento dei prezzi? Diminuzione del tasso di interesse?) e così via.

L'impresa può decidere se coprirsi totalmente (*copertura totale*) o in parte (*copertura parziale*), a seconda della strategia che essa decide di adottare. Le coperture parziali possono essere *proporzionali* o *simmetriche*, nonché, *perfette* o *imperfette*. Sono definite coperture *perfette* quelle che permettono di eliminate completamente il rischio che si è deciso di coprire non lasciando alcuna esposizione residua, molto difficili da ottenere nella pratica; le coperture *imperfette* sono invece quelle che lasciano un residuo dopo la loro applicazione, questo succede nel caso in cui il rischio alla base sia molto elevato e per coprirsi si è costretti ad implementare una strategia che implica l'assunzione di rischi che a volte possono essere più pericolosi del rischio originario. Questo è quello che può accadere utilizzando gli strumenti derivati; per loro natura tali strumenti sono soggetti al cosiddetto *basis risk* (o rischio di base) il quale implica che le forze a cui fa riferimento il prezzo dello strumento di copertura non siano le stesse a cui invece si riferisce l'operazione da coprire. Può quindi accadere che tali prezzi non abbiano andamenti coincidenti nel tempo. Di solito quello che fa la differenza fra una copertura perfetta ed una imperfetta è infatti la *correlazione* fra il rischio originario ed il rischio dell'operazione di copertura.

Le varie tipologie di strumenti derivati presentano peculiarità differenti in base al loro sottostante e, dato che la decisione se utilizzare uno strumento derivato o meno per coprirsi dai rischi è strettamente legata alla strategia di gestione dei rischi, gli strumenti scelti rispecchieranno gli obiettivi del management. Esistono delle caratteristiche comuni che accomunano coloro che decidono di investire in tali strumenti; alcune di queste caratteristiche sono già state introdotte nel capito precedente in cui si è illustrato come le imprese possano aumentare il loro valore coprendosi dai rischi data la presenza di imperfezioni del mercato.

Numerose indagini fatte su imprese statunitensi dimostrano che, ad esempio, società con una maggiore *opportunità di crescita* hanno maggiore interesse ad utilizzare strumenti derivati per coprirsi dai rischio di tassi di cambio[95]. Si è dimostrato, inoltre, che debito denominato in valuta estera e strumenti derivati sono due strategie *alternative*, non coesistenti nella strategia di gestione del rischio.

Un altro fattore già introdotto è la possibilità di sfruttare le *economie di scala* nella gestione dei rischi, dunque un'impresa che ha già investito in una struttura di risk management e che ha già sottoscritto strumenti finanziari ai fini di copertura ha più probabilità di altre di utilizzare i derivati anche per altri scopi. La scelta di operare tramite tali prodotti necessita di un apparato interno di gestione dei rischi che sia in grado di monitorare l'andamento delle quotazioni degli strumenti sul mercato ed il loro

[95] Géczy C., Minton B.A., Schrand C., *Why firms use currency derivatives?*, Journal of Finance, vol. 52, no. 4, 1997.

impatto sui margini di gestione; è necessario inoltre assumere personale specializzato ed una struttura hardware e software adeguata. Posto che le economie di scala sono indissolubilmente legate alla dimensione dell'impresa; le imprese di maggiori dimensioni avranno quindi più probabilità di utilizzare gli strumenti derivati. La scelta di questa strategia di copertura non è però sempre proporzionale alla dimensione dell'impresa; vi sono casi in cui imprese di piccole dimensioni siano esposte ad elevati costi legati al dissesto finanziario (fra le due grandezze vige una relazione inversa) e decidano quindi di coprirsi dai rischi più di un'impresa di grandi dimensioni su cui, in proporzione, tali costi impattano meno.

La sottoscrizione o meno di strumenti derivati dipende inoltre dalla *struttura di governance* dell'impresa e dall'avversione al rischio degli stakeholders. Nel caso in cui in un'impresa il management possieda un numero consistente di azioni e sia avverso al rischio, esso tenderà a ricorrere con maggiore probabilità a strumenti derivati nella gestione dei rischi d'impresa, in quanto il suo benessere sarà direttamente collegato al valore aziendale e sa che, quale singolo investitore, non potrà accedere alle stesse condizioni contrattuali di cui l'impresa può invece beneficiare. Dal lato degli azionisti, invece, si presentano due scenari: uno nel quale l'impresa presenta un azionario concentrato, ossia un gruppo di comando detenuto, ad esempio, da una famiglia, in cui proprietà e controllo sono nelle mani dello stesso soggetto; l'altro, invece, in cui proprietà e controllo sono distinte (costi di agenzia vedi cap 2) e vi sia un azionario diffuso[96]. Nel primo caso gli shareholders-manager tenderanno a coprirsi individualmente, in quanto sono a conoscenza della situazione aziendale, e le strategie di copertura rifletteranno le preferenze del ristretto gruppo di comando; nel secondo essi tenderanno invece a prediligere una copertura a livello aziendale e le scelte strategiche saranno prese a livello collegiale.

Di non trascurabile rilievo inoltre la *legislazione vigente* nel Paese in cui l'impresa ha sede. Si è visto nel paragrafo 3.1, che la presenza di una legislazione flessibile agevola la proliferazione di strumenti innovativi e complessi, cosa non altrettanto evidente nei paesi a regime legislativo più rigido. Da un'analisi comparata di due survey condotte rispettivamente su un gruppo di imprese Statunitensi e Tedesche sull'utilizzo dei derivati è scaturita l'evidenza di quanto teoricamente esposto[97]: le prime tendono a ritenere più importante contenere la volatilità dei cash flows, mentre le seconde degli utili presenti in bilancio. La preferenza per il lato contabile nelle imprese tedesche è dovuta ad una legislazione più *strict* che dal risultato economico e da quanto dichiarato in bilancio ne fa derivare la distribuzione degli utili ed il livello di tassazione. Il trattamento contabile degli strumenti derivati in ogni paese determina il comportamento delle imprese riguardo il loro utilizzo, questo differenzia notevolmente anche le obbligazioni contabili di imprese quotate e non.

[96] DeMarzo P.M., Duffie D., Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting, The Review of Financial Studies, vol. 8, no. 3, pp. 743-771, 1995.

[97] Bodnar G.N., Gebhardt G., Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey, NBER Working Paper, no. 6705, 1998.

Nel capitolo successivo, il conclusivo, verranno applicati i principi esposti alla realtà italiana e si cercherà di dare un'interpretazione all'attività delle imprese italiane in derivati tramite la teoria ed alcune indagini empiriche.

3.3. Le forme tecniche: Coperture e caratteristiche

L'aspetto tecnico più interessante degli strumenti derivati è la loro peculiarità di scindere un'attività in due parti: il *rischio* e l'*investimento*, così da permettere l'annullamento, il trasferimento, (o meglio l'attenuazione) del primo. L'attività sottostante può essere un bene reale (merci, commodities) o un'attività finanziaria (tassi di interesse, azioni, valute…), infatti si usa distinguere a tal proposito i derivati rispettivamente in *reali* e *finanziari*.

Un'altra distinzione può essere effettuata a seconda se lo strumento sia *standardizzato* o *meno*.

Nel primo caso esso viene negoziato su mercati ufficiale che assicurano il buon fine del contratto (eliminando il rischio di credito e di controparte), la standardizzazione in termini di quantità, qualità, termini di consegna del sottostante, ecc..[98]; In questi istituti le regole vengono dettate da agenzie federali quali la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) per il mercato dei futures o la Securities and Exchange Commission (SEC) per il mercato delle securities, in Italia è la Consob l'organismo incaricato di vigilare sul rispetto della regolamentazione nei mercati finanziari, mentre in Europa vi sono vari organismi fra cui l'European Securities and Markets Authority (ESMA).

Nel secondo caso la contrattazione avviene, invece, sul mercato cosiddetto *over the counter;* il quale si contrappone al primo in quanto i contratti vengono negoziati di volta in volta fra le singole controparti, il che ha il duplice effetto di permettere la fruizione di accordi ad hoc a seconda delle peculiari esigenze dell'impresa, ma di limitarne la liquidità in quanto i prodotti, non essendo standardizzati, non necessariamente incontrano le esigenze dei altri investitori esterni all'accordo iniziale.

Quest'ultimo tipo di strumenti sono nati per limitare il rischio di imperfezione delle coperture e per evitare l'incompatibilità tra copertura ed esigenze aziendali sotto i profili del volume, della scadenza e dei tassi di riferimento, in quanto la natura standardizzata dei prodotti derivati disponibili sui mercati regolamentati espone inevitabilmente l'impresa ad una sovra o sotto copertura; difficilmente i "pacchetti" standard disponibili coincidono in quantità e tempistiche a cosa l'impresa necessita. Sul mercato all'ingrosso delle opzioni e dei contratti swap, ad esempio, è attualmente problematico trovare tagli che possano interessare le piccole imprese; per tale motivo esse fanno spesso ricorso ad

[98] In alcuni casi, come per i derivati sull'oro, il fatto di avere uno standard di qualità è alla base della sottoscrizione del contratto.

intermediari specializzati che confezionano prodotti derivati con caratteristiche tecniche più vicine alle loro esigenze.

Un fattore non trascurabile è il *consumo del fido aziendale* da parte delle imprese che decidono di aprire posizioni in derivati. L'esposizione varia a seconda del prodotto sottoscritto e della banca intermediaria; tale consumo, prima espresso in termini di punti percentuali rispetto al valore della posizione sottostante, viene ora calcolato dalle banche tramite una procedura che simula i possibili scenari di valore di mark-to-market negativo, a seconda dei quali viene definita la linea di fido da accordare al cliente[99].

Come ogni strategia di copertura, la scelta di operare in derivati necessità una preventiva *analisi dei flussi finanziari e di cassa*; la correlazione fra i flussi dello strumento di copertura e quelli dell'attività commerciale dell'azienda è condizione necessaria per il buon funzionamento della strategia. Non va sottovalutata, inoltre, la *frequenza* delle negoziazioni delle operazioni di copertura che l'impresa intende perseguire; esistono coperture una tantum statistiche, oppure con revisione periodica, o ancora coperture dinamiche che implicano il ribilanciamento continuo della posizione. Le tre opzioni implicano, nell'ordine, costi crescenti.

Agli strumenti derivati viene spesso attribuita la facoltà di svolgere una *funzione informativa* per il mercato, in quanto essi esprimono il prezzo futuro di un bene dando indicazioni sulle aspettative del mercato riguardo il suo valore atteso; essi contribuiscono inoltre alla *completezza del mercato*, in quando permettono di effettuare scambi a tutte le scadenze future e di traferire e ripartire il rischio nel tempo e tra i diversi soggetti economici.

Il perfezionamento del contratto alla scadenza avviene, di norma, in due modalità differenti: tramite la *consegna fisica* dell'attività sottostante, oppure dalla *liquidazione* di un differenziale monetario (c.d. cash settlement).

Gli strumenti derivati possono essere defini in senso lato dei *contratti a somma zero*; se da un lato vi è un acquirente dall'altro vi deve essere un venditore: il primo prende, in gergo, una posizione *lunga* sul contratto, mentre il secondo una posizione *corta*. Prendere una posizione lunga o corta in un contratto derivato ha delle implicazioni importanti: nel caso di contratti quali i futures, ad esempio alla scadenza l'acquirente ha l'obbligo di acquistare l'attività sottostante o chiudere la posizione, la controparte che ha venduto il futures ha l'obbligo di vendere, per uno dei due però il payoff finale non sarà conveniente, in quanto se i prezzi sono aumentati rispetto al prezzo a termine accordato, l'acquirente può beneficiare di un prezzo minore rispetto all'acquisto sul mercato a pronti, mentre il venditore rinuncia ad un maggior guadagno; l'opposto accade nel caso di una diminuzione dei prezzi.

Le tre forme tecniche principali e, per così dire, più "semplici" di strumenti derivati sono: futures, options e swaps, definiti anche *plain vanilla*; tutti gli altri sono una *variante* o una *combinazione* di

[99] Nello specifico presso la banca BNL è utilizzato il programma ValRisk per la valutazione di rischio di controparte, tramite tale procedura è calcolata la Maximum Exposure, "*cioè l'esposizione in termini di mark-to-market determinata simulando il Present Value del derivato fino alla scadenza del contratto.*" Fonte: relazione di Bilancio 2011, BNP Gruppo BNP Paribas.

questi tre strumenti originali. Futures, options ed una variante OTC dei contratti futues, conosciuta come *forward* sono considerati *contratti a termine*.
Alcune tipologie saranno introdotte, ma non approfondite in quanto lo scopo di analisi non è fornire un'esaustiva descrizione di tutti gli strumenti derivati presenti sul mercato, ma il motivo per cui essi possano essere scelti quale strumenti per la copertura dei rischi; ci si soffermerà dunque su quelle forme di contratto più semplici rimandando alle apposite note a piè di pagina per ulteriori approfondimenti.

I *futures*[100] sono contratti con i quali è possibile fissare il prezzo del bene *sottostante* che si prevedere di acquistate o vendere in una data futura; essi prevedono alla scadenza l'*obbligo* di onorare il contratto, a prescindere da un possibile cambiamento di situatione del sottoscrittore, a meno che la posizione non venga chiusa anticipatamente. Tali contratti sono standardizzati ed ognuno di essi ha un valore nozionale predefinito ed una scadenza prefissata le quali devono essere rispettate dal sottoscrittore; essi hanno il pregio di poter rendere la negoziazione molto liquida e trasparente, in quanto i prezzi sono pubblici ed ufficiali. Il prezzo durante la vita del contratto varia seguendo le *aspettative* degli operatori riguardo gli andamenti del prezzo del sottostante; il prezzo del futures dovrebbe dunque convergere sempre più al valore del sottostante con l'avvicinarsi della scadenza del contratto. L' oscillazione del prezzo del contratto richiede che ogni operatore che lo sottoscriva depositi una somma detta *margine* alla clearinghouse (nel mercato italiano: Cassa di Compensazione e Garanzia) a cui si appoggia per la contrattazione. Ogni giorno il valore di tali contratti varia a seconda delle contrattazioni tramite un sistema definito come "*marking-to market*"; il sottoscrittore può così valutare la sua posizione ed intervenire chiudendo l'operazione. In fasi di elevata volatilità il *marking-to market* può comportare la creazione di ampi flussi di cassa positivi e negativi per ogni giornata in cui la posizione è aperta recando più danni che benefici.

I *forwards* presentano caratteristiche del tutto simili ad un futures, ma non sono standardizzati e vengono stipulali fra le due controparti e nella maggior parte dei casi si concludono con lo scambio del sottostante. La loro negoziazione avviene nel mercato OTC. Questi contratti vengono spesso utilizzati per le esposizioni di natura operativa, consistenti in operazioni caratterizzate da pagamenti singoli (vendite o pagamenti di crediti) e presentato bassi costi di transazione; possono essere stipulati su misura a seconda delle esigenze della transazione. Questi strumenti permettono una notevole flessibilità, ma in quanto non negoziati su mercati regolamentati espongono l'impresa che li sottoscrive al rischio che la controparte non onori i propri obblighi[101].

[100] A giugno del 2014 il mercato dei futures registrava un valore nozionale di 29.095,6 miliardi di $, ripartiti rispettivamente in 94% di Interest Rate Futures, 5,45% di Equity Index Futures, ed un rimanente 0,83% di Currency Futures. Il 55% delle contrattazioni avviene in Paesi del Nord America, il 33% dall'Europa ed l'8% da Asia e Pacifico. (Fonte: www.bis.com)
[101] Tale rischio non si propone nel caso di contratti futures in quanto la clearing-house garantisce il buon fine delle operazioni e paga al posto degli inadempienti rivalendosi poi su di loro.

Le *opzioni*[102], si differenziano dagli altri contratti sopra citati in quanto non obbligano il sottoscrittore ad esercitare il contratto alla scadenza, ma lasciano facoltà di scelta, commisurata al pagamento di un costo iniziale (premio)[103]. L'esborso del premio iniziale rende spesso reticenti le imprese verso l'utilizzo delle opzioni in quanto si crea un mismatching temporale fra il momento in cui viene pagato il premio per la sottoscrizione e il momento in cui si manifestano gli effetti economici dell'opzione, i quali sono generalmente collegati ai flussi commerciali sottostanti. L'acquisto di un'opzione permette di limitare le perdire al premio pagato, pur mantenere aperta la possibilità di guadagni illimitati, nonostante ciò l'utilizzo di opzioni deve essere ben ponderato in quanto la gestione risulta più onerosa e complessa in termini sia di know-how che di supporto hardware e software rispetto agli altri strumento derivati.
Vi sono due tipi di opzioni: *call* nel caso in cui diano al sottoscrittore il diritto di acquistare, *put* di vendere. È necessario essere consapevoli del fatto che chi compra un'opzione rischia al massimo il premio, chi vende accetta un rischio potenzialmente illimitato, a meno che non abbia acquistato contemporaneamente un'opzione speculare. Un'impresa industriale o commerciale non dovrebbe mai vendere un'opzione a meno di non essere coperta in altro modo al 100% dal rischio che si sta assumendo. Il prezzo di un'opzione non va mai sottovalutato, va sempre considerato il possibile guadagno/perdita al netto del prezzo pagato. Sia per ciò che riguarda le opzioni put che le call, in entrambe il prezzo aumenta con la volatilità del sottostante e la maturity: l'impresa dovrebbe scegliere un opzione preferibilmente nel caso in cui essa sia convinta che il sottostante di suo interesse potrebbe variare a suo favore al punto fa generare un cash flow positivo in grado di coprire l'esborso iniziale.

Lo *swap*, nella prassi considerato come un insieme di contratti forward, risponde all'esigenza di una copertura per un periodo di tempo medio/lungo in cui due soggetti (o un'impresa e la banca intermediaria) si scambiano reciprocamente flussi di cassa. La base dell'accordo è la presenza di un *vantaggio comparato* da parte di entrambe le parti contrattuali; esso nasce dal fatto che ciascuna impresa ha più convenienza ad accedere a certe condizioni rispetto che altre e i soggetti, per loro natura, tenderanno a dirigersi verso quei mercati dove possono ottenere condizioni migliori[104] (se per un'azienda è dunque più conveniente indebitarsi a tasso variabile perché momentaneamente minore rispetto al tasso fisso che le verrebbe applicato nonostante essa sia avversa al rischio lo farà). Lo strumento swap è utilizzato non solamente per fini di copertura, ma anche per modificare la struttura finanziaria dell'impresa e per razionalizzare i cash flows. Il mercato degli Swap è un mercato over-to-

[102] Nel 1973 da una sezione del CBOT nacque il Chicago Board Option Exchange (CBO-E), il quale mise in ordine il sistema di scambio dei contratti di opzione standardizzandone, in primo luogo, le posizioni ed i requisiti. Ancora oggi il CBOE è la prima borsa delle opzioni al mondo.
[103] Per le modalità di pricing di un opzione vedere: Black F., Sholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, vol. 81, no. 3, pp. 637-654, 1973.
[104] Ovviamente il vantaggio comparato esiste anche per ciò che riguarda i beni commodity; gli Stati Uniti hanno un vantaggio comparato sul grano in quanto per la conformazione del territorio hanno molti acri a disposizione per la produzione , cosa che, ad esempio non esiste in Giappone.

counter.

Per ciò che riguarda il pricing dei vari strumenti , ovviamente esso varia per tipologia di contratto, ma in tutti verrà presa in considerazione sicuramente la durata, il prezzo del sottostante, il tasso di interesse privo di rischio e, soprattutto, il prezzo alla scadenza[105].

Vi sono delle tipologie di strumenti che non sono combinazioni delle forme sopra citate, ma che si differenziano dai contratto originari, ad esempio, per un elemento quale l'indicizzazione: gli *indexed derivatives*; da non confondere con i contratti a termine su indici azionari. Questi strumenti permettono di "aggiustare" il tasso, ad esempio fissato a termine con un contratto future, ed aggiornarlo in funzione di un certo indice di borsa.

La ricerca di soluzioni di copertura confacenti alle specifiche esigenze aziendali e la possibilità di sfruttare temporaneamente asimmetrie informative dei mercato mediante arbitraggi hanno dato origine ad un progressivo affinamento delle tecniche di bundling e di unbundling (composizione e scomposizione) di prodotti finanziari che prende il nome di *financial enineering*. Questa tecnica si propone di combinare fra loro diverse posizioni, lunghe o corte sia su strumenti derivati che tradizionali al fine di trovare le migliori soluzioni di investimento o di copertura. La tecnica in questione è conosciuta come *building blocks*, comparando ogni strumenti ad un blocco diverso, il risultato sono prodotti strutturati e complicati che, se usati correttamente, aiutano a creare una copertura ad hoc che sia in grado di adattarsi alla specificità dell'impresa (tali strumenti sono definiti strumenti sintetici[106]).

Dato che l'analisi verte su imprese non-finanziarie i rischi per i quali esse decideranno di investire in strumenti derivati sono quelli non inerenti al loro core business, i cosiddetti rischi finanziari già approfonditi nel capitolo 1; gli altri verranno gestiti in maniera integrata all'interno dell'impresa.

[105] Per un'idea delle tecniche di pricing fare riferimento al volume di Hull J., *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano Pearson-Prentice Hall, 8^ ed. italiana, 2012. Per alcuni approfondimenti: Giordano L., Siciliano G., *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati*, Consob, Quaderni di finanza, no.74, 2013.

[106] Un numero considerevole di esempi di ingegneria finanziarie e posizioni sintetiche si può trovare in: Smithson C.W., *Managing financial risk : a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization*, New York, McGraw-Hill, 1998.

3.3.1.Derivati e rischio di tasso di interesse

L'esposizione dell'impresa al rischio di tasso di interesse è stata largamente esposta nel capitolo 1, in cui si è parlato di perdite in conto capitali e perdite in conto interessi, facendo riferimento nel primo caso alla variazione del valore delle attività/passività in bilancio, e nel secondo ai costi/ricavi di conto economico.

Per ogni tipo di esposizione possono essere utilizzati strumenti diversi anche se, a volte con un solo contratto si possono coprire entrambi i tipi di esposizioni. Si consideri ad esempio il caso in cui un'impresa voglia investire a tasso fisso, ma può indebitarsi solamente a tasso variabile. Essa è esposta al rischio di mismatching fra attivo e passivo, quindi al rischio di perdite in conto interessi dovuto al debito contratto a tasso variabile non compensato da un aumento di tassi anche da parte dell'attivo. Vi è la possibilità di entrare, ad esempio, in un Interst Rate Swap (strategia approfondita in seguito) modificando di volta in volta gli investimenti a tasso fisso presenti nell'attivo in investimenti a tasso variabile, tenendo presente, però, che un IRS richiede l'utilizzo di una linea di credito, il che potrebbe implicare un aumento del tasso variabile a cui l'impresa è esposta nel passivo[107]. Inoltre convertire l'attivo al tasso variabile lo esporrebbe al rischio di perdita di valore delle attività stesse, risolvendo quindi un problema, me creandone un altro. Una strategia alternativa potrebbe essere invece convertire il debito da tassi variabili a tassi fissi perseguibile sia tramite la sottoscrizione di un IRS sul passivo che con l'acquisto di opzioni put su titoli di Stato di durata pari a quelle del prestito.

L'esempio sopra riportato è una tipica situazione di scelta alla quale le imprese si potrebbero trovare di fronte ad un certo punto della loro vita, vari strumenti che permettono di coprire il rischi di tasso di interesse, molti di questi, come lo swap, permettono una modificazione delle caratteristiche del passivo e dell'attivo, le quali richiederebbero molto più tempo e costi se fossero fatte tramite una ristrutturazione del debito, o una smobilizzazione di investimenti (costi di transazione, perdita di valore alla vendita, ecc..).

[107] A volte si preferisce ricorrere ad una copertura parziale per contenere i costi e ridurre l'impegno della linea di fido disponibile.

3.3.1.1. Interest rate Futures

Rientrano nella categoria degli *interest rate futures* gli strumenti utilizzati per effettuare *operazioni a termine sui tassi di interesse*; il sottostante di questo contratto può essere un titolo di stato oppure un tasso di interesse a breve termine applicato ad un capitale nozionale.

A seconda dell'orizzonte temporale che incorporano si possono suddividere in contratti a breve o a medio/lungo termine; i primi hanno durata minore ad un anno, mentre i secondi hanno scadenze maggiori di 12 mesi. Questo particolare tipo di future è utile per tutelarsi in caso di perdita di valore di titoli detenuti in portafoglio, difficilmente il suo utilizzo interessa ristrutturazioni del passivo. Riprendendo il problema delle coperture perfette ed imperfette è naturale che con i contratti future non è possibile avere coperture perfette in quanto standardizzati; si coprirà quindi una *porzione proporzionale* dell'investimento per evitarne una perdita di valore (perdite in conto capitale) lasciando una parte esposta al rischio. La scelta riguardante la porzione lasciata esposta deve tener conto del guadagno derivante dalla mancata perdita di valore dovuta dalla copertura, e stimare se invece quando viene perso lasciando tale porzione "scoperta" sia rivelante o meno.

Un esempio di Interest Rate Futures a breve è l'*Eurodollar time deposit Future Contract*, il quale rappresenta un contratto future di un time deposit (contratti future su tassi di interesse a breve) con durata 90 giorni; uno strumento a medio-lungo termine è invece il *US Treasury bond futures*, i cui sottostati sono titoli di Stato americano che devono avere una durata superiore a quindici anni e non sono rimborsabili anticipatamente[108].

3.3.1.2. Forward Rate Agreement (FRA)

Un FRA è un tipo di contratto dal profilo di *rischio simmetrico* che offre la possibilità di copertura al rischio di tasso di interesse per un periodo di tempo limitato[109] (non superiore ai 18 mesi in genere). Tramite la sottoscrizione di un FRA si può fissare l'ammontare di tasso di interesse che verrà pagato a scadenze prefissate per un certo periodo di tempo. Il capitale sottostante è detto "virtuale" in quanto non viene scambiato fra le parti, il tasso di interesse che verrà pagato costituisce una differenza fra il tasso fisso concordato inizialmente ed il tasso variabile di riferimento (es. Euribor a 3 o 6 mesi); nel caso in cui il tasso variabile sia maggiore del fisso l'acquirente del contratto (che paga il fisso e incassa il variabile) incasserà il differenziale positivo, nel caso contrario, ovvero se i tassi variabili scendono al di sotto del tasso fisso di riferimento esso dovrà pagare la differenza fra i due tassi al venditore del contratto (in quanto esso al contrario paga un tasso variabile e ne riceve uno fisso).

[108] I primi sono quotati nel LIFFE (London International Financial Futures Exchange), mentre i secondi al Chicago Board of Trade; rispettivamente i mercati europei ed americani più importanti per la negoziazione degli strumenti standardizzati quali futures ed options.

[109] Sul mercato, normalmente, sono disponibili contratti con durata complessiva non superiore a due anni e con periodi di differimento di almeno un mese.

L’acquirente di un FRA ha in sostanza la necessità di fissare il costo del proprio indebitamento e proteggersi dunque dal rialzo dei tassi, mentre il venditore fissa un tasso a termine di impiego derivante dalla propria attività a tasso variabile (es. titoli detenuti come impiego temporaneo di liquidità); la necessità in questo caso è quella di proteggersi da un ribasso dei tassi di interesse e bloccare la redditività dell’investimento.

Esempio:

Un’impresa ha bisogno nel corso del prossimo mese di indebitarsi per tre mesi ad un tasso variabile per un capitale N, per proteggersi contro l’innalzamento dei tassi essa può decidere di acquistare un FRA 1x4 in cui pagherà un tasso del 5% e riceverà l’Euribor a tre mesi; di seguito nella tabella il prospetto di copertura. Nel linguaggio commerciale questa operazione è definita FRA «1 su 4 mesi». L’espressione «1 su 4 mesi» indica l’inizio (fra 1 mesi), la fine (fra 4 mesi) e quindi anche la durata (3 mesi) del deposito a termine da coprire.

Costo dell’indebitamento originario	- Euribor 3 mesi * N * (90/360)
Flusso del FRA 1x4	(Euribor 3 mesi - 5%) * N * (90/360)
Flusso di cassa netto	- 5% * N * (90/360)

I FRA sono inoltre principalemente impiegati per la gestione della liquidità d’impresa. Prendiamo il caso in cui il management sappia che fra tre mesi l’azienda riceverà un rimborso di 10 milioni di € a seguito di obbligazioni giunte a scadenza, ma esso avrà bisogno di tale liquidità solo fra un anno, la necessità in questo caso sarà quella di evitare che la somma perda di valore investendola. L’invesitmento deve tener conto dell’inflazione, ma deve evitare di esporre la cifra alle flessioni dei tassi di interesse. In questo caso si potrebbe adottare quindi una strategia in cui l’impresa vende un FRA 3x12 (fra tre mesi per dodici mesi), assicurandosi di ricevere il differenziale positivo nel caso in cui il valore del tasso di interesse scenda al di sotto del tasso fisso della controparte acquirente. In questo tipo di strumento il venditore si aspetta un ribasso dei tassi di interesse, in quanto solo in tale ipotesi conseguirà un profitto, l’acquirente invece prevede un rialzo. La premessa per la sottoscrizione di un FRA è una buona stima delle previsioni a breve, in quanto mentre una posizione su futures, essendo strumenti liquidi e standardizzati, può essere chiusa (con l’acquisto di una di segno opposto) nel caso in cui l’andamento dei tassi non vada come previsto, i FRA sono fatti “su misura” dell’impresa e difficilmente si troverà una posizione speculare che ne permetta la chiusura prima della scadenza. I FRA permette però una copertura totale della posizione esposta al rischio di tasso.

3.3.1.3. Interest rate Swap (e varianti)

L'Interest Rate Swap (IRS) è lo strumento più diffuso per la copertura da rischi di tasso di interesse. L'applicazione dello swap può rguardare la *diminuzione del costo del finanziamento*, *la copertura contro il rischio di rialzo/diminuzione di tasso di interesse*, *la protezione da una possibile diminuzione dei ricavi*, *aumento dei costi*, *diminuzione del valore degli assets*, *aumento del valore del debito*. L'IRS riguarda maggiormente esposizioni di lungo periodo e permette di diminuire i costi di agenzia e del dissesto finanziario in quanto ogni azione intrapresa dal management, come la scelta di entrare in un contratto swap, è ricompensata in relazione al suo contributo al valore totale dell'impresa[110]. In questo tipo di accordo vengono scambiati solo i flussi di interessi, il capitale (*nozionale principale*) su cui essi vengono calcolati rimane alle rispettive parti che hanno contrattato il prestito inizialmente[111].

Esempio:

Si considerino due imprese che sottoscrivono due finanziamenti: l'impresa A presenta un buon rating e quindi uno spread basso ed ha convenienza a scegliere un tasso fisso alla stipula del contratto, nonostante preferisca un tasso variabile per permettere l'equilibrio fra attivo e passivo; l'impresa B, al contrario, per la sua situazione poco solvibile, preferisce finanziarsi a tasso variabile in quanto il tasso fisso che la banca le applicherebbe sarebbe troppo elevato. In seguito le imprese decidono di cambiare le modalità di pagamento dei loro rispettivi interessi, ed al posto di rinegoziare il finanziamento entrano in un contratto swap. A seguito della stiipula l'impresa che aveva sottoscritto il prestito a tasso fisso pagarà interessi calcolati con un tasso variabile e l'altra che inizialmente pagava interessi variabili, invece si troverà ad essere esposta alle fluttuazioni dei tassi. Di seguito lo schema dei flussi.

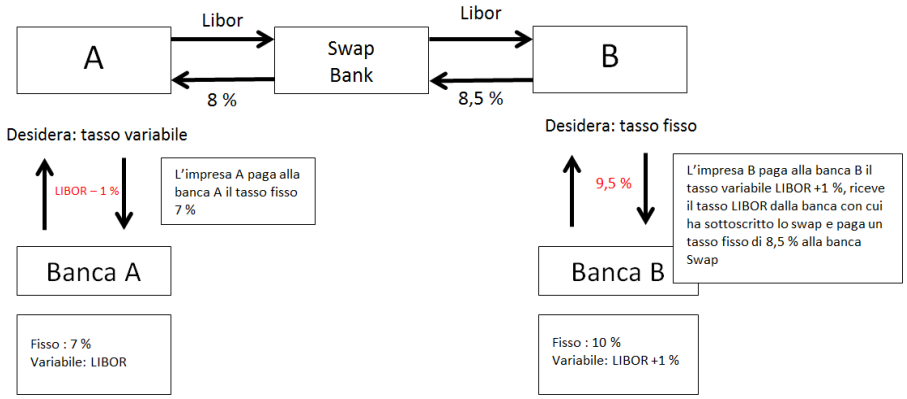


Figura 3.1 Schema dei flussi di un IRS

[110] Scott J.L., Sharma M., *Interest Rate Swaps: A Managerial Compensation Approach*, Journal Of Financial And Strategic Decisions, vol. 8, no. 1, pp. 71-79, 1995.
[111] Per un'esaustiva spiegazione riguardo tipologie e pricing vedere: Marshall J.F., Kapner K.R., *Understanding Swaps*, Wiley & Sons, 1993.

Analizziamo meglio la convenienza dell'operazione prendendo in considerazione solo l'impresa B ed i flussi che essa scambia con la banca intermendiaria (swap bank). L'impresa B voleva pagare un tasso fisso, che la banca dealer ha definito del 8,5%, effettivamente meno di quanto le era stato proposto dalla banca B (10%), tutto questo è però valido solo nel caso in cui i tassi salgano. Non si dimentichi che lo swap prevede il pagamento di un *differenziale* fra le due controparti, dunque nel caso in cui il Libor scenda al di sotto del 8,5% l'impresa B dovrà pagare tale differenziale alla banca swap.

Si supponga che il debito abbia durata di quattro anni, il pagamento degli interessi sia annuale ed il capitale nozionale sia di 100.000 €. Di seguito uno degli scenari possibili.

Scadenze	Libor	Tasso fisso	Flussi pagati dalla banca Swap	Flussi pagati dall'impresa B	Differenziale banca Swap	Differenziale impresa B
01/01/2000	9 %	8,5 %	9000	8.500	- 500	+ 500
01/01/2001	8 %	8,5 %	8000	8.500	+ 500	- 500
01/01/2002	7 %	8,5 %	7000	8.500	+ 1.500	- 1.500
01/01/2003	6,5%	8,5 %	6.500	8.500	+ 2.000	- 2.000

Dalla tabella risulta evidente che l'impresa B non ha ottenuto alcuna convenienza dalla stipula dello swap, al contrario ha dovuto versare alla banca dealer 4000 €. Molte amministrazioni pubbliche nonché imprese, hanno riscontrato ingenti perdite su IRS dato il calo inaspettato e continuativo dei tassi di interesse in questi negli ultimi anni; questi strumenti possono risultare un'arma a doppio taglio; in quanto vanno considerati non solo i dati del momento presente, ma, e soprattutto, le aspettative circa il futuro andamento dei tassi.

Il financial manager (CFO) nella scelta fra le varie strategie di finanziamento non prenderà in considerazione solo il costo relativo al tasso di interesse, ma il costo totale dell'operazione di finanziamento, coperture incluse. Abbiamo analizzato l'operazione di finanziamento in maniera del tutto isolata non prendendo in considerazione in cosa tale somma di denaro debba essere investita, o cosa essa debba finanziare. I 100.000 € potrebbero ad esempio servire per finanziare l'apertura di un nuovo stabilimento, in questo caso gli interessi pagati devono essere confrontati ai futuri guadagni che si prevede di generare nel nuovo sito produttivo per valutarne la convenienza.

L'IRS viene spesso accorpato ad un'opzione che da la facoltà di decidere se e quando esercitarla e dare inizio allo swap, si parla in questo caso di *swapoption*. Si prenda il caso in cui un'impresa voglia contrarre un debito decennale fra tre mesi a tasso variabile, con revisione semestrale; data la possibilità di un rialzo dei tassi l'impresa potrebbe voler avere la possibilità di scambiare il pagamento degli interessi a tasso variabile con quelli a tasso fisso, se necessario. Acquistando un *put swap-option* (con il sostenimento di un costo iniziale), l'impresa acquista il diritto di cambiare il suo flusso di pagamenti. Ipotizzando che il contratto preveda il pagamento di un tasso al 7% per 10 anni, se dopo tre mesi il tasso fisso di uno swap ordinario a 10 anni risulterà inferiore a 7%, l'impresa non eserciterà lo

swap-option, in quanto risulterà più conveniente acquistare direttamente lo swap sul mercato. Tali strumenti consentono di avere la possibilità di definire con largo anticipo la propria esposizione al rischio.

3.3.1.4. Interest rate Options

Questo strumento è negoziato tanto nel mercato regolamentare quanto in quello OTC e per i contratti standardizzati la loro forma risulta molto simile a quella dei futures se non per ciò che riguarda i lotti di sottoscrizione ed i margini[112].

Le opzioni iscritte di tassi di interesse sono spesso abbinate ai cosiddetti contratti *cap, floor e collar*, in cui nel primo si fissa un tasso di *interesse massimo* che il soggetto che esercita l'opzione è disposto a pagare, nel secondo un tasso di *interesse minimo* che il soggetto è invece disposto a ricevere, e nel terzo infine si verifica una combinazione delle prime due tipologie. Questi tipi di strumenti sono negoziati sia sul mercato OTC che su mercati ufficiali; essi sono molto spesso abbinati ad altri contatti come gli swaps, futures ecc..

Le opzioni in ambito aziendale vengono spesso associate all'emissione prestiti obbligazionari (*bond options*) nel caso in cui sia stato prevista una remunerazione delle cedole a tasso variabile fissando all'occorrenza un tasso cap, floor oppure un collar. Nel cap l'emittente fissa un tasso massimo che esso pagherà nel caso in cui il tasso variabile raggiunga il tasso massimo prefissato; in poche parole ogni qualvolta il tasso di interesse sorpassi il tasso cap, l'emittente pagherà ai sottoscrittori delle obbligazioni solo il tasso cap beneficiando coì di una forma di finanziamento quasi-fisso.

Il contratto floor, invece, il quale prevede di fissare un tasso minimo da corrispondere ai sottoscrittori di obbligazioni in caso di diminuzione dei tassi di interesse; sarà esercitato dai sottoscrittori per assicurarsi un livello minimo di tassi di interesse.

[112] approfondimento http://www.cboe.com/learncenter/pdf/iro.pdf

3.3.2.Derivati e rischio di tasso di cambio

I forwards, insieme agli swaps, sono gli strumenti maggiormente utilizzati per la copertura dal rischio di tasso di cambio; essi rappresentano l'83% del valore nozionale delle contrattazioni nel mercato OTC[113]. Sono già state introdotte nel capitolo 1 i vari tipi di esposizioni al rischio di cambio, ora per ognuna di essa verrà specificato il tipo di copertura più appropriato tenedo conto se il sottostante da proteggere siano flussi oppure valori stock.

Le *transaction exposures* sono esposizioni a breve termine, che riguardano una compravendita di merci e i rischi di import/export; oossono presentarsi ripetutamente per lunghi periodi, e la scelta dello strumento da adottare dipenderà, fra le altre cose, dalla frequenza con cui l'impresa si espone a tale tipo di rischio (una tantum, ecc). Le *translation exposure* riguardano il caso di gruppi con controllate estere che a fine esercizio devono accorpare i bilanci e la copertura in questo caso non è legata a ricavi e costi, ma al valore dell'attivo e del passivo della controllata, è quindi una variabile stock. Le *economic exposure* sono relative a perdita di competitività nel lungo periodo e difficilmente per questo tipodi esposizioni la strategia più conveniente è la sottoscrizione di strumenti derivati in quanto non vi è una vero e proprio valore misurabile da coprire. La perdita di competitività rientra in quelle tipologie di rischi che vanno gestiti in maniera integrata all'interno dell'impresa, decidendo ad esempio di sottoscrivere un prestito nella valuta estera in questione, oppure di spostare la produzione nel paese estero se si prevedere che la valuta domestica continui a rivalutarsi e le esportazioni a lungo andare diminuiranno in misura sempre maggiore. È quello che accade in Italia con la sostituzione della Lira con la moneta unica; l'Euro ha un valore maggiore, ad esempio, del dollaro statunitense, fenomeno opposto da quando la Lira era la divisa domestica Italiana. Il problema è che l'Italia, come tutti i paesi che hanno adottato la moneta unica, ha rinunciato alla possibilità di svalutare la propria moneta per riacquistare competitività ed agevoltare le esportazioni, dunque le imprese italiane che hanno iniziato il loro business con la Lira ed hanno continuato ad esportare nell'era dell'Euro hanno incontrato non poche difficolta.

[113] Fonte: www.bis.org

3.3.2.1. Currency Futures[114]

I currency futures presentano le stesse caratteristiche prima menzionate riguardo a standardizzazione ed obblighi di compensazione; in tali contratti il sottostante è un certo ammontare in valuta. Anche in questo caso, come per il future su tassi di interesse, la copertura difficilmente sarà perfetta; infatti nella pratica aziendale questi contratti sono sono il principale mezzo di copertura del rischio valuta, proprio per il fatto che spesso creano una strategia di copertura sia insufficiente, che eccedente.

Si ipotizzi che un importatore abbia necessità di acquistare un quantitativo di merce sul mercato statunitense fra sei mesi e l'impresa voglia evitare un deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro; si prevede che la quantità di merce da acquistare implicherà un esborso di 50.000 € al cambio attuale euro/dollaro di 1,25 per un totale di 62.500 $. Un future su cambio EUR/USD standard ha come dimensione minima 125.000 € ed una scadenza trimestrale (marzo, giugno, settembre, dicembre); la prima osservazione è l'eccessiva dimensione del contratto, che implica una sovra-copertura non necessaria, inoltre le scadenze potrebbero non combaciare con l'esigenza dell'impresa, nel caso in cui la commessa debba esser pagata, ad esempio, il 15 febbraio si dovrà sottoscrivere un contratto future con scadenza 15 dicembre, esponendosi però al rischio di tasso di cambio per i due mesi rimanenti, oppure con scadenza 15 marzo e chiudere la posizione prima della fine del contratto.

3.3.2.2. Outright forward foreign exchange transaction

Secondo il rapporto della BIS sono gli strumenti più utilizzati, assieme al forex swap, per la copertura del rischio di tasso di cambio nel mercato OTC (circa 50%), la maggior parte dei quali non supera la durata di un anno (circa 70%), ma solo una piccola parte di questi sono sottoscritti con controparti non finanziarie (12%), la valuta più diffusa è l'USD (87%).

Con tale strumento si fissa un cambio a termine che l'impresa dovrà pagare, come nel FRA il funzionamento prevedeve il pagamento di un differenziale, che dipenderà dall'apprezzamento/ deprezzamento della valuta sottostante; la controparte di questi contratti è solitamente una banca intermediaria.

L'*acquisto di valuta a termine* interessa l'importatore che riceve una fattura da pagare in divisa estera ad una certa scadenza futura; esso può acquistare per la stessa scadenza ed importo presente in fattura la divisa estera che gli occorrerrà per effettuare il pagamento a termine. La *vendita di valuta a termine* interessa, invece, l'esportatore che aspetta il pagamento dalla controparte in valuta estera ad una certa scadenza futura; esso può vendere per la stessa scadenza l'importo di divisa estera che riceverà

[114] I currency future sono stati sviluppati per la prima volta nel 1972 dal chairman del Chicago Mercantile Exchange, Leo Melamed, e i premio Nobel Milton Friedman; tale scelta si creda sia stata fatta inizialmente come risposta alla rottura del trattato di Bretton Woods.

stabilendo il cambio a termine[115] al momento della stipula.

Esempio:

In data 12 febbraio un'impresa ha stipulato un contratto di vendita di un macchinario con una società statunitense per un importo globale di 3 milioni di dollari alle seguenti condizioni:

- 1° acconto del 30% pagato alla data di stipula del contratto
- 2° acconto del 30% pagato il 12 Maggio (dopo 3 mesi)
- 3° acconto del 30% pagato il 12 Agosto (dopo 6 mesi)
- Saldo alla consegna del macchinario.

L'impresa stipula con la banca un contratto di vendita a termine di valuta in data 28 febbraio a copertura del rischio di cambio per gli acconti e per il saldo in quanto essa dovrà ricevere pagamenti in dollari.

Nessuna strategia è però priva di rischio; il sottoscrittore potrebbe non avere più esigenza di utilizare la divisa estera acquistata alla scadenza prevista, ad esempio perché è venuta meno la fonitura a monte dell'operazione, oppure ha necessità di posticiparla, in quanto ha ottenuto una dilazione di pagamento. Lo stesso accade dalla parte dell'esportatore il quale potrebbe non aver più bisogno di vendere a termine valuta in quanto non ha ricevuto il pagamento atteso, o è di importo differente, oppure è stata rischiesta una posticipazione della vendita.

L'handicap di questo tipo di contratti è che anche se venisse meno l'esigenza commerciale che ne ha portato la stipula, il cliente è obbligato ad onorarlo procedendo tempestivamente a rivendere o riacquistare la divisa estera sul mercato a pronti sottoponendosi al rischio di tasso di cambio.

Nel caso di copertura di una translation exposure un'impresa potrebbe decidere di usare un contratto forward per comprare o vendere a termine la valuta oggetto di rischio e prevedere la scandenza del contratto alla data di redazione del bilancio. Un'esposizione sugli asset richiederà una vendita di forward, mentre se l'esposizione riguarda i debiti si provvederà all'acquisto di un forward[116].

[115] $cambio\ a\ termine = cambio\ spot + premio/sconto$

$$premio\ o\ sconto = \frac{spot * (tasso\ divisa\ incerto\ (\$) - tasso\ divisa\ certo\ (€)) * gg}{3.600 + (tasso\ divisa\ certo * gg)}$$

Nel caso specifico si avrà dunque un premio nel caso in cui il dollaro valga più dell'euro, uno sconto nel aso opposto.

[116] $forward\ contract\ size\ in\ foreign\ currency = \frac{potential\ traslation\ loss\ in\ \$}{\left(forward\ rate\ in\frac{\$}{€}\right) - (expected\ future\ spot\ rate\ in\frac{\$}{€})}$

3.3.2.3. Currency Swap (e varianti)

Molto simile per caratteristiche e struttura all'Interest Rate Swap, il Currency Swap riguarda lo scambio fra due operatori di flussi di cassa in valute differenti. Il tasso di cambio per le due valute è definito al momento della sottoscrizione dello swap, cosicché entrambe le parti sono legate per i futuri flussi di cassa. Diversamente dall'Interest Rate Swap, questo tipo di strumento prevedere non solo lo scambio di flussi di cassa, ma anche del capitale nozionale su cui essi vengono calcolati.

La necessità di stipulare un contratto di currency swap è sempre legata al concetto di vantaggio comparato; ovviamente ogni impresa ha convenienza ad indebitarsi nella sua divisa domestica e nel caso in cui abbia bisogno di un finanziamento in valuta estera, essa può sempre decidere di entrare in uno swap ed ottenere le condizioni che desiderava.

I currency swap non sono utilizzati solo per modificare una posizione debitoria, ma anche per agevolare lo scambio di flussi di cassa fra due imprese. Si pensi al caso in cui un'impresa manifatturiera italiana debba vendere dei prodotti ad un'impresa di distribuzione americana; l'azienda italiana riceve pagamenti in dollari, essa potrebbe quindi volersi coprire contro la possibilità di un improvviso rialzo dell'euro sul dollaro entrando in un currency swap e stipulando di pagare flussi di cassa ad un tasso di cambio fisso in dollari e di ricevere flussi di cassa, sempre a tasso di cambio fisso, in euro. Lo swap scambia quindi la ricezione del pagamento in dollari con la ricezione del pagamento in euro eliminando il rischio di cambio. È uno strumento equivalente alla stipula di diversi contratti di acquisto/vendita a termine in valuta uno dopo l'altro per un periodo di tempo medio lungo.

Vi sono, ovviamente svariati tipi di currency swap, quello più diffuso è il *currency coupon swap*, nel quale il tasso di interesse fisso viene pagato da una valuta mentre il tasso variabile in un'altra; rappresenta una fusione dell'IRS e del currency swap. Vi sono inoltre i foreign exchange swap (FX Swap) ed i domestic currency swap. Il FX swap permette di utilizzare i fondi che un'impresa ha in una valuta per finanziare delle obbligazioni denominate in valuta differente, senza con questo incorrere in alcun rischio di cambio. Il funzionamento prevede lo la vendita spot di una valuta contro un'altra al tasso di cambio spot ed il riacquisto della valuta venduta ad una data futura al tasso di cambio a termine; si potrebbe ad esempio vendere € contro $ oggi e riacquistare lo stesso ammontare di € ad esempio fra un mese rivendendo indietro l'ammontare in $. È un utile strumento di cash management per le imprese che hanno gli asset e passivo denominati in valute differenti.

3.3.2.4. Currency Options

Le opzioni su valute sono un ulteriore strumento per vendere/acquistare valuta a termine, con la differenza del premio pagato alla sottoscrizione, e la possibilità di lasciar cadere l'opzione se l'esercizio non risulta più conveniente. L'importatore che dovrà sostenere il costo in valuta estera acquista una call, in quanto prevede l'aumento del prezzo della valuta, ossia teme l'aumento del tasso di cambio; l'esportatore, invece, che deve ricevere pagamenti in valuta acquisterà una put, in quanto prevede la diminuzione del prezzo della valuta estera.

Ad esempio, nel caso in cui si vogliano *vendere euro in cambio di dollari*, acquistando quindi una *put option* EUR/USD si può sottoscrivere un contratto di opzione standard con sottostante un contratto future da 125.000 €, oppure i cosiddetti contratti Forex E-micro i quali mantengono gli stessi benefici in termini di liquidità e standardizzazione, ma hanno dimensioni fino ad 1/10 minori rispetto a quelle dei contratti standard.[117].

Esempio:

Un'azienda esportatrice riceve un ordine di consegna da effettuare fra sei mesi per un importo di 100.000 $. Si supponga che il tasso di cambio $/€ alla data dell'ordine sia 0.7042, (=70.422,53€). Consideriamo ora il caso in cui fra sei mesi il tasso di cambio $/€ sia sceso a 0,6172; in questo caso il compenso che l'impresa esportatrice riceverà saranno sempre 100.000$, pari a 61.728,40€. L'impresa può perdere circa 10.000€ di ricavo semplicemente non attuando una strategia di copertura. Ovviamente se si decide di far ricorso ad un opzione va considerato anche il costo del singolo contratto, analizziamo gli scenari possibili ipotizzando che l'esportatore venda a termine dollari USA ad un prezzo prefissato (strike price) di 0,80€ per ogni dollaro ed un premio di 0,06€ a contratto:

- Dopo sei mesi l'euro si è *deprezzato*, passando a 0,6172€ per un dollaro, l'esportatore esercita l'opzione.

Costo unitario dell'opzione	(0,06)
Perdita su cambi evitata (0,80-0,61)	0,18
Risultato finale	0,12

- Dopo sei mesi l'euro si è *apprezzato*, passando a 0,77€ per un dollaro, l'esportatore esercita comunque l'opzione, ma sostiene una perdita in quanto il vantaggio ottenuto con il cambio fissato a termine non copre il premio.

Costo unitario dell'opzione	(0,06)
Perdita su cambi evitata (0,80-0,77)	0,03
Risultato finale	(0,03)

[117] Es. Forex EUR/USD = 12.500€

Dall'esempio appena mostrato è chiaro che la convenienza derivante dalla facoltà di scelta di esercizio dell'opzione dipende dal "danno" che le perdite derivanti dal premio possono arrecare.

La necessità crescente di individuare strumenti sempre più flessibili e meno costosi fa sì che le strategia concretamente attuate dalle aziende sono sempre più spesso basate sulla combinazione di opzioni di base (call e put); sono state infatti create numerose opzioni cosiddette esotiche, combinazioni di call e put e di posizioni lunghe o corte. Ad esempio le *down-and-out options*, le quali scadono non appena il tasso di cambio raggiunge un certo livello; le *average rate opzions*, che offrono al sottoscrittore la facoltà di acquistare o vendere valuta ad un prezzo medio registrato dal tasso di cambio nel periodo di vita dell'opzione, e così via.
Nella realtà dei mercati le opzioni non sono molto utilizzate per la copertura del rischio di cambio, esse rappresentano solo il 17%[118] del totale degli strumenti derivati currency, la maggior parte dei quali sono invece swaps o forwards.

[118] Fonte: www.bis.com

3.3.3.Derivati e rischio di price commodity

I prezzi delle principali commodity sono fissati in dollari, quindi molto spesso il rischio di price commodity va aggregato al rischio di tasso di cambio.

La stessa cosa vale per gli strumenti derivati aventi una certa commodity come sottostante; nella pratica un'impresa raramente tenderà a coprirsi dall'oscillazione del prezzo di una sola materia prima. Se si pensa, ad esempio, ad un'industria automobilistica essa può avere la necessità di acquistare diversi tipi di metalli per ottenere il prodotto finito; la strategia più economica ed efficace potrebbe dunque essere quella di sottoscrivere un'options su un "basket" di metalli, considerando ovviamente la correlazione fra i prezzi dei diversi materiali.

In riferimento al rischio gravante sulle imprese utilizzatrici e/o produttrici di materie prime, esso risulta essere difficilmente diversificabile e consistente soprattutto nel breve periodo. Ad esempio in un settore quale quello della zincatura o dei profilati in alluminio più del 30% del costo di produzione è costituito dalla materia prima, la quale risulta difficile da sostituire nel caso se ne voglia utilizzare una meno costosa ed anche ridurre i costi risulta problematico. Un'azienda di medie dimensioni che consuma 4.000 tonnellate di alluminio all'anno ed ha visto aumentare il prezzo da 1,785 $/tonnellata a gennaio fino a 2,145 $/tonnellata a settembre (+20%) non sarà in grado di scaricare tale costo sul prezzo dei prodotti finiti. Da parte del produttore la situatione è sicuramente peggiore in quanto esso risulta esposto al 100% alla variazione dei prezzi vedendo i suoi margini assottigliarsi sempre di più. Nel capitolo 1 quando si è approfondito il concetto di rischio di price commodity si è accennato anche alla difficoltà di alcuni produttori di materie prime quali il petrolio dato l'ammontare importante di costi fissi che questi devono sostenere per svolgere l'attività estrattiva; una consistente ed inattesa riduzione dei prezzi può condurre alcune imprese al fallimento. Fortunatamente le commodities per loro natura ben si prestano quale sottostante dei prodotti derivati nei mercati regolamentati per la loro natura di prodotti standard e non diversificabili. Da non dimenticare la commodity energia elettrica, per definizione non immagazzinabile tranne in qualche eccezione e con costi spesso proibitivi ed ottenibile tramite lavorazione di altre commodities quali ad esempio vento, acqua, carbone ecc.. L'energia elettrica costituisce un costo importante per le imprese; in Italia il problema è particolarmente sentito, questo implica che numerose imprese potrebbero decidere di ricorrere ai derivati per fissare il prezzo della loro fornitura energetica.

3.3.3.1. Commodity Futures[119]

I commodity futures, come si può intuire dalla loro denominazione, hanno come sottostante un certo bene commodity e prevedono di fissare il prezzo che verrà pagato a termine per una certa quantità di quel bene. Nel caso in cui un'impresa, ad esempio, abbia sottoscritto un future per evitare perdite in caso di aumento del prezzo dell'acciaio, alla scadenza può accadere che il prezzo sia effettivamente aumentato e l'azienda può comunque acquistare la quantità di materia prima sottoscritta nell'accordo al prezzo predeterminato al tempo dell'acquisto del future; nel caso in cui, però, il prezzo sia diminuito, l'impresa vedrà persa l'occasione di approfittare del minor prezzo di mercato, mentre allo stesso tempo magari i suoi concorrenti non avendo sottoscritto alcun contratto potranno permettersi un abbattimento dei costi di produzione; tutto questo senza contare l'inasprimento dei margini di mark-to market.

Nella pratica la copertura tramite futures può essere mixata con una tipo di copertura, per così dire, *fisico;* fissando i prezzi tramite accordi con i fornitori e prevedendo una copertura finanziaria con commodity futures da stipulate nel caso in cui l'ufficio approvigionamento dell'impresa potrebbe trovarsi costretto a concludere comunque contratti con i fornitori nonstante il prezzo di mercato non sia conveniente pur di assicurare la continuità della fornitura e della produzione. L'azienda dunque per bilanciare il maggior prezzo pagato decide di vendere commodity futures di importo (se possibile) corrispondente. Questa tipologia di contratto future è utilizzato dalle imprese che, oltre a volersi coprire dal rischio derivante dall'oscillazione dei prezzi, vogliono anche assicurarsi un certo standard di qualità, di sicurezza e precisione per ciò che riguarda luogo e data di consegna ecc. Ad esempio l'utilizzo di futures sull'oro, o sul petrolio è molto utilizzato.[120]

3.3.3.2. Forward su Commodity

Fissare a termine il prezzo di una certa commodity nel mercato OTC tramite un contratto forward presenta caratteristiche simili ai forward con sottostanti non-commodity precedentemente analizzati. Si può dare un'idea del funzionamento di un forward su commodity tramire il contratto forward Brent, il quale permette di acquistare/vendere un certo quantitativo di petrolio per un periodo che va da uno a 18 mesi dal momento di stipulazione del contratto. Il volume standard dei contratti è di 500.000 bbl ed il prezzo forward contiene:

[119] Nella prassi le contrattazioni avvengono in mercati regolamentati, di solito specifici per ciascuna classe di commodity: New York Mercantile Exchange (NYMEX), Chicago Board of Trade (CBOT), Intercontinental Exchange (ICE), exInternational Petroleum Exchange (IPE), Chicago Mercantile Exchange (CME), London Metal Exchange (LME), New York Board of Trade (NYBOT), Euronext.liffe.

[120] Tufano P., *Who manage risk? An empirical examination of Risk Management practices in the Gold Mining Industries*, Journal of Finance, vol. 51, no. 4, pp. 1097-1137, 1996.

- Costo del capitale per l'acquisto (Rf)
- Costo dello stoccaggio (Cs)
- Convenience yield, che misura i benefici ottenuti dal possedere il bene rispetto a possederlo a termine. (Cy)

Dato che le consegne di un carico forward possono essere effettuate in un qualsiasi giorno del mese di riferimento, il venditore è di solito in possesso di un'opzione relativa al giorno della consegna (delivery option).

3.3.3.3. Commodity Swap (e varianti)

Il primo *commodity swap* venne istituito nel 1986 con sottostante il prezzo del petrolio al barile; il valore nozionale su cui il contratto era iscritto era espresso in quantità di barili di petrolio. Sulla falsa riga di un IRS, in cui di scambiano tassi fissi contro variabili (o viceversa), nel commodity swap lo scambio di pagamenti era relativo al prezzo al barile di petrolio (in dollari) variabile contro fisso. A differenza di quello che accede nel currency e nell'interest rate swap, in questo tipo di prodotto il prezzo variabile considerato non è quello normale spot (come potrebbe essere ad esempio il tasso Euribor), ma è una media dei prezzi del bene sottostante calcolata su di un determinato periodo di tempo.
Un commodity swap ha dunque come sottostante un bene commodity, e viene comunemente utilizzato nel caso di una fornitura di un determinato bene a scadenze prefissate continuativa nel tempo.
Un esempio può essere quello di un'impresa tedesca, la quale utilizza 150.000 barili di petrolio ogni tre mesi per la produzione; essa prevedere di vendere il suo output ad un prezzo fisso per i prossimi 5 anni e vorrebbe fissare anche i costi che dovrà sostenere per lo stesso periodo di tempo. Premesso che il costo maggiore che l'impresa è tenuta a sostenere è legato all'acquisto del petrolio ed il suo prezzo è espresso in $ al barile, l'impresa tedesca è dunque soggetta a due forme di rischio: tassi di cambio (€/$) e prezzo. L'impresa dovrà quindi entrare in due swaps[121]: un currency swap per fissare il cambio €/$, ed un commodity swap per fissare il prezzo del petrolio per i prossimi 5 anni. La prima cosa che l'impresa deve considerare è la quantità di dollari di cui avrà bisogno ogni tre mesi per acquistare i 150.000 barili di petrolio in modo da poter pagare la parte fissa del commodity swap; inoltre essa ha bisogno di determinare il nozionale principale richiesto nel currency swap in dollari per generare le risorse necessarie per poter acquistare ogni tre mesi i barili di petrolio.
Questi contratti vengono negoziati in mercato OTC ed occupano una parte marginale delle

[121] La scelta dello strumento swap non è casuale, esso permette una gestione dei flussi multi-periodale.

contrattazione; a fine 2013 si registrano solo circa 2.200 milioni di dollari in contratti con commodities come sottostanti su un totale di circa 70.500 (3%)[122].

3.3.3.4. Commodity Options

Discorso analogo ai commodity futures, questi strumenti permettono di fissare a termine il prezzo di un bene commodity, la proprietà interessante di mantenere la facoltà di scelta riguardo l'esercizio del contratto ben si presta per quelle imprese che operano in situazioni di estrema incertezza con beni dai prezzi estremamente volatili. Anche in questo caso lo strumento può sia essere sottoscritto nella sua versione standard se si prevede di chiudere la posizione anticipatamente e si vuole avere un contratto facilmente liquidabile sul mercato, oppure personalizzato e quindi quotato sul mercato OTC.

[122] Fonte: www.bis.com.

3.3.4. Derivati e rischio di price equity

Il rischio di price equity è stato analizzato nel capitolo introduttivo come il rischio derivante da una perdita di valore dell'impresa, più precisamente perdita di valore delle sue azioni focalizzandosi sul ruolo della politica dei dividendi in tali oscillazione.
La strategia di erogazione dei dividendi non può essere ovviamente gestita tramite strumenti derivati; è compito del management mettere in atto la modalità di distribuzione migliore in modo da non dare segnali negativi al mercato.
Altro fattore che influenza il pricing delle azioni di una società è la decisione di acquisto di azioni proprie (quantità, tempistiche ecc..) sul mercato. Essa viene discussa e votata dal consiglio di amministrazione ed ovviamente l'assemblea per autorizzarla deve porre un limite massimo consentito di risorse impiegate. Fissare a priori il costo delle azioni ha lo scopo non solo di far risparmiare denaro all'impresa, ma anche di evitare che nel caso alla data di acquisto il prezzo delle azioni sia aumentato troppo le risorse disponibili non siano sufficienti ad eseguire integralmente l'operazione di acquisto che il CdA aveva autorizzato; gli strumenti derivati sono appunto utilizzati per conservare il valore delle azioni[123]. Come per la normale procedura di buyback, anche per l'emissioni di strumenti derivati con sottostanti azioni dell'impresa è necessario rispettare i limiti legislativi di riacquisto di azioni proprie; i quali variano ovviamente da Stato a Stato[124].
Vi sono vari strumenti che possono essere utilizzati a scopo di copertura del rischio di oscillazione del prezzo delle azioni: vendita di put options, acqusto di call options, stipulazione di contratti forward o futures, acquisto di futures su indici azionari, swaps su azioni proprie.

3.3.4.1. Futures, forward per acquisto di azioni proprie e futures su indici azionari

I fututes e forward per l'acquisto di azioni proprie altro non sono, come i contratti esposti in precedenza, accordi per fissare il prezzo di acquisto di un certo sottostante a termine, il primo è quotato il borsa, quindi prevede pacchetti di azioni già predisposti, mentre il secondo è contrattato con il dealer, ad esempio la banca intermediaria. I futures su indici azionari (*stock index futures*) possono essere utilizzati a tale scopo nel caso in cui nel paniere di titoli su cui il future è costruito vi siano anche azioni proprie. La regolamentazione del contratto avviene tramite il pagamento di un

[123] Buyback: una volta acquistate, le azioni vengono cancellate, il che implica che il valore delle azioni ancora in circolazione aumenta. L'utilizzo dei derivati per fissare il prezzo è essenziale in quanto l'annuncio di un buyback tramite acquisto sul mercato fa aumentare il prezzo delle azioni. È un segnale positivo per il mercato, in quanto fa credere che gli amministratori considerino, date le loro informazioni riservate, che le azioni sul mercato siano sottovalutate.
[124] In Italia gli art. 2357 ss. cc. Disciplinano i limiti di acquisto di azioni proprie, questi limiti si ripercuoto ovviamente anche sulla stipulazione di contratti derivati che hanno azioni proprie quale sottostante.

differenziale, il quale dipenderà dal valore dell'indice azionario su cui il future è iscritto[125]. Ovviamente questi tipi di contratti non prevedono la consegna del sottostante in quanto, nonostante la consegna di azioni sia effettivamente possibile, la consegna di un indice non lo è affatto[126].

3.3.4.2. Equity options (Stock, Stock index Options)

Sappiamo dunque che una strategia per fissare il prezzo a termine di acquisto di azioni proprie è la vendita di opzioni put, le quali danno diritto all'acquirente di vendere a scadenza il sottostante, e l'acquisto di opzioni call, le quali danno al sottoscrittore invece il diritto di acquistare a scadenza il sottostante.

L'acquisto di call options è una strategia intuitivamente simile alla sottoscrizione di un future o di un forward con la differenza del premio da pagare inizialmente, ma la vendita di una put options implica il fatto di lasciare alla controparte la decisione di vendere o meno il pacchetto di azioni sottostanti, e, nel caso quest'ultimo esercitasse l'opzione, l'impresa sarebbe poi costretta ad acquistarle. Prendiamo il caso in cui alla scadenza il prezzo delle azioni sia sceso, il dealer (controparte) comprerebbe quindi le azioni sul mercato e le venderebbe all'impresa allo strike price stipulato esercitando l'opzione, nel caso in cui, invece, il prezzo fosse aumentato alla scadenza il dealer lascerebbe cadere l'opzione e l'impresa emittente guadagnerebbe il premio premio pagato per la sottoscrizione delle azioni.

Meritano di esserre accennate inoltre le *stock option*, le quali furono largamente utilizzate negli anni '90 della prassi aziendale come modalità di remunerazione del management al fine di ridurre le asimmetrie informative ed i costi di agenzia, per rendere il management "proprietario" di una quota parte dell'impresa[127]. Con una stock option, infatti, il sottoscrittore ha il diritto ad acquistare un certo numero di azioni ad un prezzo di esercizio fissato alla stipulazione del contratto. Malgrado le buone intenzioni, questi strumenti sono stati coinvolti in molti scandali aziendali, fra i quali il più rimarcabile fu quello della multinazionale texana Enron. Il management ha utilizzato le stock options per arricchirsi ed al posto di mantenere una visione di lungo periodo e sana della gestione aziendale, la tendenza è stata di gonfiare i conti in bilancio in modo da avere una reazione positiva da parte del mercato ed esercitare l'opzione quando il valore delle azioni raggiungeva il suo picco massimo.

In ultimo le *stock index options* sono opzioni su indici specifici di mercato che possono riguardare un

[125] Per un analisi dettagliata delle tecniche di copertura: Cirio F.E., *Guida pratica ai futures su indici azionari*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1992.

[126] Nel mercato italiano questi tipi di strumento sono negoziati nel mercato IDEM (Mercato Italiano dei Derivati), in particolare nel segmento IDEM Equity. I principali prodotti su indice sono: il FIB, futures sull'indice FTSE MIB; il MiniFIB, Mini futures sull'indice FTSE MIB; il FDIV, futures sull'indice FTSE MIB Dividend en infine il MIBO, opzioni sull'indice FTSE MIB. Tali strumenti vengono largamente utilizzati nei casi di copertura di portafogli azionari diversificati, ma riguardano certamente più singoli investitori che la realtà aziendale oggetto di analisi.

[127] Jensen, M.C., Murphy, K.J, *Ceo incentives: it's not how much you pay, but how*, Harvard Business Review, no. 3, pp. 138-153, 1990.

settore industriale o un particolare Paese; questi contratti difficilmente vengono utilizzati a scopi di copertura, ma piuttosto come forma di investimento.

3.3.4.3. Equity Swap

Nel caso specifico di acquisto di azioni proprie, il sottostante solitamente è il valore al prezzo corrente di un certo ammontare di azioni (in genere la quantità che l'impresa intende acquistare in futuro) e i cash flow che vengono scambati fra l'impresa ed il dealer dipenderanno dalle oscillazioni del prezzo delle azioni: se il valore delle azioni aumenta, il dealer dovrà pagare il differenziale all'impresa, nel caso contrario sarà l'impresa a dover versare la differenza al dealer. Questo tipo di strumento non prevede la vendita o l'acquisto a termine delle azioni, è più che altro utilizzato dall'impresa per lucrare sull'andamento positivo delle proprie azioni, esponendosi però al rischio di ribasso. La ragione della stipula di un contratto di *equity index swap* può essere la copertura di un portafoglio di azioni altamente correlato ai movimenti di un indice azionario sottostante.

3.3.5.Nuove forme di strumenti derivati

L'esponenziale diffusione degli strumenti derivati ha condotto l'ingegneria finanziaria alla creazione di contratti sempre più complessi e con sottostanti sempre più differenziati; si vedono infatti prodotti strutturati legati al degrado ambientale dovuto all'emissione di vari gas, i cosiddetti *emission derivatives,* altri in relazione ai cambiamenti metereologici[128], altri ancora che scommettono sul default di un paese.

Fra le tipologie che risultano particolarmente recenti quella che merita un particolare approfondimento è quella dei *credit derivatives*; tali contratti consentono di separare il rischio di credito dal titolo sottostante, trasformandolo così a sua volta in un titolo trasferibile[129]. In caso di insolvenza del debitore il creditore subirà sì delle perdite, ma queste verranno compensate dai guadagni sul credit derivative sottoscritto[130]. La nascita di questi prodotti è dovuta alla necessità di coprirsi dal rischio di insolvenza della controparte quale alternativa più flessibile rispetto ad una assicurazione o una garanzia[131]; il funzionamento si fonda sul fatto che esistono operatori che sono disposti ad accollarsi determinati rischi in cambio di un adeguato rendimento.

Un derivato sul rischio di credito[132] viene definito da Borsa Italiana come:

"…un particolare strumento derivato che ha come sottostante il merito creditizio di un determinato emittente/prenditore (che può essere uno stato sovrano, un ente governativo, una istituzione finanziaria o un'impresa commerciale) misurato da un'agenzia di rating (quale ad esempio Moody's o Standard & Poor's) o comunque definito sulla base di criteri oggettivi".

Questi strumenti vengono negoziati nel mercati OTC e presentano un taglio minimo abbastanza elevato; le loro caratteristiche fanno si che essi possano ben adattarsi alle diverse esigenze di chi ne fa uso. Essendo negoziati in mercati non regolamentati ne riflettono tutti i rischi: scarsa liquidità, rischio di controparte, rischio operativo e opacità[133]. I soggetti maggiormente interessati a questo tipo di contratti sono banche, investitori istituzionali o imprese di grandi dimensioni; dai dati raccolti nel BDS di Banca d'Italia risulta infatti che le società finanziarie e le amministrazioni pubbliche, con un volume di acquisto di protezione rispettivamente a giugno del 2014 di 1.711.664,00 € e 917.438,00 €, mentre le società non finanziarie e le famiglie produttrici risultano non abbiano né acquistato né

[128] I settori più esposti al rischio meteorologico sono: energetico, agricolo, edile, turistico, intrattenimento, alimentare, trasporti. In Italia la prima impresa a sottoscrivere un weather derivative fu una del gruppo Ascopiave di Pieve di Soligo (Treviso), la quale voleva coprirsi dal rischio di perdite derivanti dal variare delle temperature; la scelta della sottoscrizione dello strumento derivato è stata guidata dal fatto che non esisteva una polizza assicurativa per coprire questo tipo di rischio.

[129] Il trasferimento del rischio di credito è sottoposto a limiti formali e sostanziali posti dal legislatore.

[130] Approfondimenti tecnici: Leone P., Boido C., *Rischio di credito e credit derivatives : modelli e strumenti*, Padova, CEDAM, 2004.

[131] Reali F., I contratti di credit risk monitoring, Università degli studi di Perugia, 2005.

[132] Per approfondimenti legislativi: Capoto Nasetti, F., Carpenzano G., Giordano G., *I derivati di credito : aspetti civilistici, contabili e fiscali*, Milano, Giuffrè, 2001.

[133] Nicolò A., Pelizzon L., *Credit Derivatives, Capital Requirements and Opaque OTC Markets*, Working Paper, Università Ca' Foscari, 2008.

venduto coperture dal 2012.

Come per tutte le altre forme di strumenti derivati anche i credit derivatives hanno visto una ricca proliferazione nel corso degli ultimi anni (credit default options, credit default swap, credit spread option, credit spread swap, credit-linked note, credit-linked warrant e total rate of return swap…).

Anche in questo caso si entrerà nel merito del loro funzionamento tecnico, ma di seguito verrà presentato un esempio di applicazione di un *credit default option*.

Esempio

Si consideri il caso in cui un'impresa decida di emettere obbligazioni fra tre mesi a un anno per ammontare di 200 mila €. Il suo rating attuale è BBB, e lo spread fra il suo rating ed i titoli di stato privi di rischio a un anno sia di 100 punti. È possibile che dal momento in cui l'impresa decida di emettere obbligazioni al giorno dell'emissione effettiva il suo rating si sia degradato, costringendola così a pagare un tasso più elevato di quello previsto inizialmente. Con l'acquisto di una *call option* a due mesi sul premio per il rischio di insolvenza medio di società con rating BBB l'impresa potrebbe coprirsi da tale rialzo in quanto se il suo spread dopo tre mesi è effettivamente salito esercitando l'opzione essa potrebbe comunque approfittare di uno spread minore, nel caso contrario l'unica perdita a cui sarà soggetta sarà l'ammontare corrispondente al costo dell'opzione. È importate, anche in questo esempio, considerare il costo dell'opzione che viene sottoscritta, e determinare se la probabilità di degradazione dello spread nei prossimi tre mesi sia talmente elevata da giustificare il sostenimento di tale costo.

A livello globale a fine del 2013 si è registrato un valore nozionale di credit default swaps pari a 21.019.823 $[134].

[134] Fonte: www.bis.com

3.4. Il mercato Over-to-counter

Il mercato dei prodotti Over-to-counter[135] viene spesso considerato come non *standardizzato* data l'assenza di una rigida regolamentazione presente invece in altri mercati come le Borse valori dei vari Paesi[136]. Gli strumenti derivati negoziati nel mercato OTC sono il risultato di *accordi bilaterali* fra due controparti che non contemplano una terza parte indipendente che faccia da garante; le controparti nel mercato OTC privilegiano strumenti fatti su misura per loro, esponendosi però al rischio di default o di credito della controparte. Molte aziende preferiscono contrattare prodotti presenti sul mercato OTC per poter entrare in posizioni più adatte alle loro specifiche esigenze ed al tipo di rischio che devono coprire. La specificità dei contratti in essere rende ovviamente i prodotti poco liquidi ed il mercato piuttosto opaco, è per questa ragione che solitamente chi decide di contrattare in questo tipo di mercato lo fa per mantenere la sua posizione fino alla scadenza[137].

Alla fine del 2013[138] il *valore nozionale*[139] degli strumenti in essere nel mercato OTC ammontava a 710 trilioni di dollari, contro i 633 di fine 2012, segnalando un aumento del 13% dall'anno precedente. Diversamente il *valore lordo di mercato*[140] nello stesso periodo ha subito un calo di 6 trilioni di dollari (25$ trilioni a fine 2012 e 19$ trilioni a fine 2013). Questo calo sembra derivare dagli interest rate derivatives, i quali rappresentano l'82% del totale dei contratti OTC; il loro valore nozionale alla fine del 2013 era di 584 trilioni di dollari, 461$ trilioni di questi erano rappresentati da contratti swap. Il declino globale del valore lordo di mercato sembra essere provocato da un restringimento della differenza tra tasso di interesse di mercato alla data di registrazione e le percentuali che prevalgono quando vengono poi stipulati i contratti swap[141]. Il restante 18% del mercato è composto da derivati su tassi di cambio, per il 10% con un nozionale di 71 trilioni di dollari, i credit default swap, il cui nozionale ammonta a 21 trilioni di dollari, ed infine i derivati aventi come sottostante equity o commodities, i quali rappresentano 9 trilioni di dollari. Derivati su commodity e equity vengono maggiormente negoziati nelle borse ufficiale.

Il grado di concentrazione dei vari tipi di contratti negoziati nel mercato OTC viene valutato tramite l'indice Herfindahl[142]; ed ovviamente maggiore è la concentrazione minore è la concorrenza e in

[135] Letteralmente "sul bancone", il termine venne coniato dalle contrattazioni che venivano fatte una volta chiusa la Borsa di Chicago ufficiale in una sala sopra un grande orologio che si trovava nella sala delle contrattazioni; chiuso il mercato gli operatori vi si recavano per proseguire gli scambi (Counter, contatore, e quindi orologio).
[136] Il NASDAQ è un esempio di mercato Over the Counter
[137] Per approfondimenti: De Biasi P., *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000.
[138] Fonte: Bank for International Settlements, *Statistics release*, maggio 2014.
[139] Somma del valore lordo di tutti gli scambi conclusi ma non ancora chiusi. Questo valore dà l'idea della dimensione del mercato, ma non tiene conto dei rischi ad esso connesso.
[140] Somma dei valori assoluti di tutti i contratti aperti con valore positivo (oppure negativo) di rimpiazzo e valutati al prezzo di mercato prevalentemente alla data di redazione del report. Questo valore dà la misura degli scambi di mercato e del trasferimenti dei rischi fra operatori.
[141] Approfondimento legato al quantitative easing: BIS, *Markets precipitate tightening*, settembre 2013. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309a.html
[142] L'indice Herfindahl misura il grado di concorrenza presente in un mercato. Un valore compreso fra 1.500 e 2.500 indica un grado di concentrazione moderato, sopra a 2.500 un grado di concentrazione forte.

generale il numero di operatori che ricorrono in strumenti derivati. Per ciò che riguarda sia gli *interest rate* che i *currency derivatives* (i più diffusi) non si registrano valori particolarmente elevati, indice di una concentrazione moderata; diversamente i prodotti equity-linked registrano un valore particolarmente elevato (4.595 a dicembre 2013) in particolare nei paesi dell'America Latina. Questo dato non è particolarmente scioccante se si pensa che nella parte sud del nuovo continente molti paesi sono in via di sviluppo, privi quindi di un mercato maturo. I dati di Europa e USA risultano allineati per tutte le sezioni menzionate, il grado di diffusione dei soggetti operanti in derivati può dunque considerarsi lo stesso nei due continenti[143].

[143] Fonte: Bank for International Settlements, *Statistics release*, maggio 2014.

"[…]È come se l'azienda fosse una nave che oggi, con gli strumenti che la tecnica mette a sua disposizione, continuasse a navigare come mille anni fa, senza radar e sesnza sonar, ovviamente solo sotto costa e a vista, senza nessuna possibilità di prendere il largo o correndo il rischio di essere affondata dal primo scoglio affiorante. […] È come se l'azienda scegliesse consapevolmente il piccolo cabotaggio e in un mondo di transatlantici scegliesse di ritagliarsi un piccolo spazio come traghetto locale."[144]

[144] Federico Magno, amministratore delegato di Porsche Consulting Italia, da Gruppo 24 Ore, *PMI senza capitale*, in L'impresa, no.6, pp.54-56, 2014.

Capitolo 4

La gestione dei rischi nelle imprese italiane

4.1. Caratteristiche del tessuto imprenditoriale italiano - 4.1.1. Focus: PMI e impresa familiare - 4.1.2. Rapporto Banca-Impresa - 4.2. La gestione dei rischi nelle imprese italiane - 4.2.1. Derivati in bilancio - 4.2.2. Gestione caratteristica - 4.2.3. Gestire valutaria - 4.2.4. Gestire finanziaria e patrimoniale - 4.3. Fattori determinanti per la scelta dei derivati come forma di copertura: studi svolti - 4.4. Analisi dei dati

4.1. Caratteristiche del tessuto imprenditoriale italiano

Alla fine del 2011 in Italia si contano 4.425.950 imprese, suddivise in attività industriali per il 10%, costruzioni per il 13%, commercio all'ingrosso e al dettaglio per il 26% ed infine servizi per il 50%; solo una piccola parte, ossia l'1%, è rappresentato da imprese di stampo agricolo.

Fra le imprese di servizi il 31% è costituito da attività professionali, scientifiche e tecniche, le industriali sono composte per il 96% da imprese manifatturiere, mentre il restante 5% sono imprese del settore energetico estrattivo. La divisione territoriale risulta abbastanza omogenea con il 29% nel Nord-ovest, 21% nel Nord-est, 22% Centro, 19% nel Sud, e 9% nelle Isole.

I dati Istat confermano la prevalenza di micro-imprese: il 56% del totale delle aziende risulta avere un solo addetto e nel 63% dei casi a capo dell'impresa vi è un imprenditore inviduale, un libero professionista o un lavoratore autonomo, le imprese con 3 e più addetti rappresentano solamente il 24% del totale[145].

Il 92% delle imprese con 3 e più addetti è posseduta da una persona fisica; la percenutale cala all'aumento del numero di addetti: nelle imprese con 250 e più addetti solo il 25% ha come proprietario una persona fisica, mentre il 69% una holding, una banca o un'altra impresa. La concentrazione della proprietà e del controllo aziendale cresce, dunque, al decrescere della dimensione aziendale. Le ridotte dimensione della maggior parte delle imprese spiega, inoltre, il motivo per cui solamente l'1% delle imprese è istituita in forma di società per azioni o in accomandita per azioni, mentre il 17% in società a responsabilità limitata, (il 56% delle quali ha da 0 a 2 addetti) e un altro 17% in società di persone[146].

Dai dati appena forniti si può quindi già trarre qualche conclusione: un numero predominante di micro-imprese possedute da una persona fisica che riveste il ruolo di imprenditore ed una scarsa apertura verso il mercato dei capitali. Il sistema di governance predominante è quindi caratterizzato da una proprietà concentrata e gruppi piramidali[147].

In termini di struttura finanziaria le imprese italiane presentano una preoccupante sottocapitalizzazione ed un'assenza di equilibrio patrimoniale fra attivo e passivo: i dati aggregati indicano un leverage di 2,7 e un rapporto attivo immobilizzato/totale attivo pari al 59%[148], un attivo corrente/totale attivo per il rimanente 41%; mentre nel passivo, al contrario, i debiti a breve termine pesano di più con una percentuale del 58% sul totale dei debiti, mentre i finanziamenti a m/l termine costituiscono il 42%; la situazione è esattamente ribaltata, indice di una bassa solidità patrimoniale. Questa tendenza non cambia se l'analisi viene approfondita a livello settoriale; nel settore metallurgico a fronte di un

[145] 85% del totale delle imprese ha meno di 5 dipendenti
[146] Società in nome collettivo, società in accomandita per azioni e altre sociatà di persone di verse dalle precedenti.
[147] CONSOB, *Rapporto 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, no. 3, dicembre 2014
[148] Mediobanca su un campione di 2.050 imprese.

rapporto attivo corrente/totate attivo del 61%, nel passivo i finanziamenti a breve termine coprono benl'80% del totale del capitale di terzi il che implica che in questo settore l'attivo immobilizzato è finanziato da passività correnti. Nonostrante ciò va evidenziato che dal 2009 al 2013 si è registrata una progressiva diminuzione del ricorso all'indebitamento bancario a m/l termine a favore dell'emissione di prestito obbligazionari (rispettivamente 37% e 28% nel 2009, 27% e 43% nel 2013[149]). Il fattore dimensionale incide sul ricorso all'indebitamento bancario, infatti nelle imprese manifatturiere di medie dimensioni rappresenta l'40% del capitale terzo, mentre nelle medio-grandi il 31%.

Dai dati risulta inoltre che a livello aggregato il 32% del fatturato è ottenuto tramite l'export, in alcuni settori questo fenomeno è più accentuato che in altri (manifatturiero 48%, abbigliamento 54%); inoltre il 44% delle importazioni provengono da Paesi appartenenti all'Unione Monetaria Europea, mentre il restante il 56% da Paesi Extra Europei, simili le percentuali riguardanti le esportazioni: rispettivamente del 40% e del 60%. L'export interessa soprattutto i prodotti tessili, abbigliamento, pelle e accessori (11%), i metalli di base ed i prodotti i metallo (13%), macchine e apparecchi (19%) ed i mezzi di trasporto (10%); l'import petrolio greggio (11%), metalli di base (11%) e mezzi di trasporto (10%). Alla luce di ciò si può concludere che più della metà del fatturato nell'insieme delle imprese italiane è soggetto al rischio di tasso di cambio; più precisamente il 60% dei ricavi ed il 56% dei costi.

Il problema del costo dell'energia, inoltre, in Italia è particolarmente rilevante e risulta difficilmente comprimibile, la spesa energetica incide negativamente sulla capacità dell'impresa di accrescere il fatturato e sulla sua propensione all'export. La prima fonte di approvvigionamento energetico delle imprese industriali è il gas che da solo copre circa il 40 per cento del totale fabbisogno energetico, cui segue l'energia elettrica (circa il 30 per cento del totale). Il rimanente 30 per cento è rappresentato dai derivati del petrolio, in particolare olio combustibile, dai solidi, il cui consumo è principalmente concentrato nei comparti della metallurgia, e dalle fonti rinnovabili, perlopiù costituite dalla combustione di biomasse.

[149] Valore in percentuale au debiti finanziari a m/l termine.

4.1.1.Focus: PMI e impresa familiare[150]

Il modello imprenditoriale caratteristico in Italia è costituito dall'impresa familiale (83% del totale delle imprese ha matrice familiare, il 61% delle quotate hanno come azionista di controllo una famiglia, fenomeno diffuso soprattutto nel settore industriale[151]) la quale può manifestarsi in diverse forme a seconda del *legame* che si crea *fra famiglia proprietaria e impresa*. L'intensità di tale legame influenza la gestione aziendale sia sul piano finaziario che operativo[152]: vi sono imprese familiari in senso stretto in cui la proprietà è totalmente o per la maggior parte (51%) nelle mani di soci componenti della famiglia, in tale tipo di impresa gli organi di governo sono inoltre composti dai soli componenti del nucleo familiare; diverse sono le imprese familiari cosiddete allargate in cui la proprietà del capitale di rischio è ancora nelle mani dei pochi soci familiari, ma date le dimensioni solitamente medio-grandi qui gli organi direzionali sono affidati a soggetti esterni. Il coinvolgimento dei familiari nel board, ossia la loro presenza nel Consiglio di amministrazione, da un lato crea valore per la loro dedizione al business e le quasi totale assenza di costi di agenzia, ma dall'altro il nepotismo porta ad un'eccessiva tolleranza degli errori degli amministratori[153].

L'impresa familiare presenta, però, numerosi vantaggi, fra i quali si può accennare:

- all'*autonomia decisionale* scengliendo di non aprirsi al mercato dei capitali e mantenendo una struttura chiusa o comunque la struttura proprietaria delle mani della famiglia;
- *una visione a lungo termine* che l'imprenditore/proprietario dell'impresa ha, esso tende infatti ad investire i suoi capitali nell'impresa al fine di passare la gestione ai posteri, non sicuramente di rivenderla a terzi;
- la possibilità di *formare il personale* (i familiari) a costo zero, in quanto essi hanno libero accesso all'impresa, questo implica inoltre che il personale che lavora all'interno dell'azienda è estremamente motivato e leale nei confronti dell'imprenditore, questo limita i rischi operativi di cui si è parlato nel capitolo 1.

Le PMI imprese italiane si caratterizzano, come si è visto, per un elevato ricorso all'indebitamento verso banche per lo più a breve termine ed a tasso variabile. Il leverage e la quota di debiti bancari (soprattuto a breve termine) in confronto al totale dei debiti finanziari risulta aumentare al diminuire

[150] Approfondimenti sul tema delle imprese familiari in Italia: Zocchi W., *Il Family Business – Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004; Bracci E., Vagnoni E., *Le piccole imprese familiari : il capitale intellettuale nella gestione del ricambio generazionale*, Milano, F. Angeli, 2007; Montemerlo D., Preti P., *Piccole e medie imprese; imprese familiari*, Milano, Il Sole 24 Ore, Universita Bocconi Editore, 2004. Per un'analisi a livello globale vedere: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership Around the World, Journal of Finance*, vol, 54, no. 2, 1999.

[151] CONSOB, *Rapporto 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, no. 3, dicembre 2014.

[152] Vedi cap. 1 $ 1.2 *propensione al rischio dell'imprenditore.* Inoltre: Villalonga B., Amit R, *How do family ownership, control and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics, vol. 80, pp. 385–417, 2006.

[153] alcuni studi hanno dimostrato che nelle imprese familiari vi è una relazione nulla fra la performance aziendale e turnover degli amministratori se esso è un membro della famiglia.

della dimensione. Lo scarso ricorso al public equity da parte delle imprese italiane per evitare che soggetti terzi entrino nel capitale dell'impresa al fine di proteggere l'assetto proprietario[154] le rende fortemente dipendenti al credito bancario. Le imprese prediligono, infatti, questo tipo di finanziamento quando l'autofinanziamento non è sufficiente, ma nel caso di un calo di redditività esse si trovano a dover subire un rialzo dei tassi di interesse. Una diminuzione delle risorse generate all'interno dell'impresa conduce anche ad un aumento del rapporto fra fido utilizzato e fido concesso, che contribuisce a peggiorare la posizione finanziaria delle imprese agli occhi delle banche. La dipendenza dalle banche le rende poco flessibili ed esposte ai costi del dissesto finanziario, inoltre reperire risorse per le imprese non è sempre facile in quanto la maggior parte degli intermediari finanziari misura il grado di affidabilita di un'azienda in funzione delle sue disponibilita patrimoniali, tralasciando le reali opportunita imprenditoriali[155].

Le piccole imprese a livello strategico tendono inoltre a focalizzarsi su un solo prodotto o settore o comunque un numero ristretto di mercati di sbocco, ecco il motivo delle nascita delle *filiere*, che permettono un'integrazione verticale inserendo le piccole realtà locali in un sistema più strutturato e competitivo. Far parte di una filiera ha implicazioni anche nella gestione dei rischi in quanto nella maggior parte dei casi il processo di Risk Management è centralizzato così da permettere anche alle imprese più piccole di avere un adeguato controllo di gestione anche se le loro risorse interne non lo permettono.

[154] Non tutte le imprese a conduzione familiare danno priorità al mantenimento della proprietà familiare a discapito della buona riuscita dell'impresa, vi è il caso recente di Indesit del gruppo Merloni, in cui Aristide Merloni dichiara: "La priorità era un partner che valorizzasse le competenze". Così Whirpool ha acquistato Indesit ed ora possiede il 60% dell'impresa italiana.

[155] Mantovani M.G., Mestroni M., Basilico E., *Il paradosso di Basilea: potenziale di sofferenza del sistema creditizio e gap di crescita del sistema produttivo. Lo sviluppo di sistema di rating integrato per una migliore allocazione del merito di credito. Il caso delle imprese manifatturiere nel Tri-Veneto*, in Veneto e Nord Est – Credito e Finanza, no. 39, I° quadr. 2014.

4.1.2. Rapporto Banca-Impresa

Il rapporto banca-impresa è mutato sensibilmente nel corso degli ultimi soprattutto in seguito a fattori esterni come le regole imposte da Basilea e la crisi finanziaria; ora le banche offrono alle imprese che vogliono espandersi sul territorio una vasta gamma di servizi che vanno aldilà del semplice finanziamento e che meritano di essere accennati in quanto rientrano nei fattori che favoriscono le imprese nella gestione dei loro rischi.

È opportuno accennare, ad esempio al *transaction banking*, che mette le banche nella posizione di gestire la tesorerie aziendale, il ciclio attivo e passivo, e l'equilibrio finanziario dei nuovi progetti che l'impresa vuole mettere in atto. In questo contesto il rapporto fiduciario fra la banca di riferimento e l'impresa deve essere solido in quanto ad essa viene affidata la gestione finanza ed il rischio di insolvenza.

Le imprese italiane si caratterizzano per una relazione bancaria continua e ripetuta; fattore che riduce sensibilmente le asimmetria informative, soprattutto nel caso di banche locali. Le imprese, inoltre, nonostante possano ottenere finanziamenti da più banche, solo con una o poche di esse sottoscrivono prodotti derivati, di solito la banca con cui l'impresa decide di investire in derivati è anche la stessa che le eroga la maggior parte dei finanziamenti. I servizi che la banca offre alle imprese relativi alla sottoscrizione dei contratti riguardano principalmente o l'esecuzione di ordini per conto del cliente nel qual caso si parli di strumenti quotati nei mercati regolamentanti (futures, options), oppure la negoziazione diretta con il cliente se la banca si pone come diretta controparte; questa seconda modalità è la più diffusa.

Alla sottoscrizione dei prodotti derivati è indissolubilmente legata la linea di credito che la banca decide di accordare all'impresa sottoscrivete. Il fido in derivati risulta essere un "sottoinsieme" del fido totale accordato[156], prima calcolato come rapporto percentuale fisso (es. 10% del totale), ora tramite software sofisticati capaci di elaborare vari scenari di mark-to-market al fine di valutare quanto il sottoscrittore può perdere e con che probabilità. Le banche devono inoltre segnalare mensilmente dal 2005 alla Centrale dei rischi di Banca d'Italia le posizioni in credito in derivati verso i propri clienti; pari o superiori a 30.000 euro ed i crediti in sofferenza a prescindere dall'importo.

Il numero medio di banche per affidato risulta proporzionale alla grandezza del fido accordato: maggiore è la classe di grandezza, maggiore è il numero di banche a cui l'impresa fa riferimento; in media comunque non contando le differenze di classi di fido le imprese italiane sottoscrivono affidamenti con 1,9 banche, 2,5 nel caso del settore delle attività industriali che rimane quello con il più alto numero di banche a prescindere dalla classe di fido analizzata. Proporzione inversa si registra invece se si fa riferimento alla quantità di fido che la prima banca con cui l'impresa ha avuto rapporti

[156] fido globale accordato è l'importo totale dei finanziamenti per cassa (al netto quindi delle sofferenze) concessi a ciascun affidato dall'insieme degli intermediari segnalanti alla Centrale dei rischi.

eroga; in questo caso all'aumento delle classi di grandezza del fido la percentuale diminuisce pasando dal 98,22% nelle classi più basse al 37,50% in quelle più alte.

In questo contesto il problema relativo alla dimensione ridotta delle imprese ed alla loro difficoltà di investire per formare un apparato di gestione dei rischi sembra essere parzialmente risolto in quanto la sottoscrizione e relativa gestione dei prodotti derivati è affidata in outsourcing alla banca di riferimento, la quale prevede piani ad ok di gestione dei flussi di cassa delle imprese, adeguando i flussi dei prodotti finanziari a quelli della gestione caratteristica. Nonostante le motivazioni positive esposte il forte rapporto fra banche e imprese costituisce anche un limite, data la dipendenza che si crea e la conseguente perdita di flessibilità delle imprese nelle decisioni[157].

.

[157] Signorini L.F, *Banche e Imprese nella crisi*, Banca d'Italia, Inteventi vari, Roma, XLIV Giornata del credito, 03 ottobre 2012.
Vedere anche: *PMI senza capitale*, in L'impresa, Gruppo 24 Ore, no.6, pp.54-56, 2014.

4.2. La gestione dei rischi nelle imprese italiane

Intrecciando i temi esposti fino ad ora, dal concetto di rischio, il suo impatto sulla gestione aziendale, le leve finanziaria ed operativa, il Risk Tolerance e Risk Appetite ed il processo di Risk Management, vediamo ora come la teoria viene messa in pratica nel tessuto imprenditoriale italiano.

Riprendendo lo schema presentato nel capitolo due, possiamo innanzitutto sottolineare come le *imperfezioni del mercato italiano* rendano necessaria la gestione del rischio. In primo luogo la tassazione in Italia è un fattore di rischio rilevante per le imprese[158] il quale esige di limitare quindi l'eccessiva variazione dei flussi di cassa. L'esposizione a possibili *costi del dissesto finanziario* è strettamente legata alla sottocapitazione e alla forte dipendenza dal credito bancario; per ciò che invece riguarda la protezione di specifici investimenti è necessario analizzare il grado di *innovazione* delle imprese italiane, la loro capacità di autofinanziamento e se questa innovazione si traduce poi in registrazione di brevetti. La propensione all'innovazione (tradotta tramite investimenti in spese di R&S) mostra che in Italia i settori in cui gli investimenti in R&S sono più marcati sono il chimico (72% delle imprese), metalmeccanico (67%), e tessile-abbigliamento (85%)[159]. Gli investimenti maggiori risultano essere nelle zone del Nord e Centro. Il problema relativo alle asimmetrie informative nelle imprese italiane non riguarda il rapporto fra shareholders e management, ma in prevalenza fra shareholders e bondholders, data la sovrapposizione nella maggior parte dei casi fra proprietà e controllo; oppure si rivelano asimmetrie fra il gruppo di azionisti di maggioranza appartenenti al nucleo familiare e gli azionisti di minoranza.

Dalle imperfezioni del mercato si analizzano ora altri fattori che influiscono sull'importanza della gestione dei rischi fra cui il *fattore dimensionale*, da un lato rappresentato dal nanismo imprenditoriale il quale conduce le piccole imprese con patrimonio ridotto a sottoscrivere contratti derivati per translare a terzi i rischi di mercato finanziario[160] che non sono in grado di gestire al loro interno, dall'altro le economie di scala rendono più conveniere la gestione dei rischi per le imprese di dimensioni maggiori; questo ci porta a concludere che la dimensione non è una caratteristica decisiva. Altro fattore da considerare è il soggetto che ha il *controllo dell'azienda*; nelle micro-imprese in cui l'imprenditore è anche il proprietario e colui che prende le decisioni strategiche, le scelte di gestione sono indissolubilmente legate alle sue scelte personali, le coperture e l'utilizzo degli strumenti derivati, rispecchieranno l'avversione al rischio di quest'ultimo[161] . Questo aspetto ha il lato positivo di

[158] Andrea Bolla, presidente del Comitato tecnico per il fisco di Confindustria, afferma che "il fisco è ancora oneroso e poco chiaro, scoraggia investimenti e internazionalizzazione". Il sole 24 ore 25/07/2014.
[159] Vedere a tal proposito: Banca d'Italia, *Il gap innovativo del sistema produttivo italiano:radici e possibili rimedi*. NB. Nel settore abbigliamento per "innovazione" viene inteso anche l'aggiornamento del design e del materiale dei prodotti
[160] Le banche offrono servizi di consulenza e gestione che permettono alle imprese di gestire i rischi finanziari in outsourcing
[161] "L'ambiente culturale fa riferimento all'insieme delle tradizioni, convincimenti, valori, atteggiamenti e norme che contribuiscono a definire l'identità e il senso di appartenenza di una comunità. Essendo una delle determinanti del comportamento umano, la cultura influisce sulla formazione degli obiettivi dell'impresa, sul management, sulla forma organizzativa prescelta, sulle relazioni esterne ed interne, e conseguentemente incide sull'efficienza dell'impresa e sui suoi

permettere un processo decisionale molto breve e snello, ma la scarsa capacità di delegare decisioni e funzioni direttive porta l'impresa ha rimanere nella sua forma embrionale. Diverso è il caso in cui un'impresa appartenga ad una filiera produttiva, o ad un gruppo, in quanto è opportuno definire se la gestione dei vari rischi e la scelta degli strumenti di copertura avvenga in maniera accentrata o decentrata.

È sempre più diffuso il concetto di *Supply Chain Risk Management*, che prevede accordi di fornitura e la riduzione dei costi tramite approvigionamento just in time; nel 2011 si contavano solo 32 reti di imprese, a gennaio del 2014 si parla di 1.400 reti con più di 6.000 imprese coinvolte. Le filiere produttive hanno oramai una dimensione globale con il vantaggio di permettere la produzione in quei terrotori in cui è possibile accedere a risorse a costi minori, ma lo svantaggio di essere esposte al rischio di interruzione della produzione nel caso in cui una delle imprese facente parte della filiera non sia in grado di soddisfare le scandenze e le quantità richieste. Inoltre la dislocazione territoriare rende le imprese soggette ai rischi paese, di blocco delle dogane ecc..Eventi geopolitici in un paese possono paralizzare l'intera filiera.

Per analizzare il contributo che la sottoscrizione di derivati finanziari comporta nella gestione dei rischi occorre menzionare le varie aree di gestione aziendale: la *gestione caratteristica, gestione finanaziaria, gestione patrimoniale e gestione valutaria*. Occupandoci di imprese non finanziarie la gestione caratteristica presenterà costi e ricavi relativi al core business dell'attività dell'azienda (manifatturiera, metallurgica, tessile ecc..), la gestione valutaria ne è direttamente collegata in relazione alla percentuale di fatturato che viene influenzato da divise diverse dall'Euro, mentre la gestione finanziaria riguarda i proventi e oneri finanziari ed è collegata alla gestione patrimoniale. La gestione valutaria e patrimoniale di intersecano in quanto le imprese possono accendere finanziamenti in valuta estera.

Il *fil rouge* costante di questo lavoro è l'importanza della gestione dei rischi per proteggere e creare valore e fra i fattori rilevanti è stata messa in evidenza la gestione dei cash flow per evitare situationi di deficit e surplus, ecco dunque che un'analisi di come gli strumenti derivati incidono sui flussi di tesoreria diventa necessaria. Nelle PMI italiane la fragile struttura patrimoniale rende pericolosa una diminuzione delle risorse liquide disponibili, in quanto aggraverebbe ulteriormente la loro posizione già finanziariamente debole.

La necessità di gestione della tesoreria implica di fissare dei valori limite[162] che l'impresa si prefigge di non superare e/o raggiungere; l'importanza di redarre un budget, e di monitorare i risultati consuntivi per valutare eventuali scostamenti e da cosa essi siano dovuti. Ricorrendo a prodotti derivati, ad esempio per immunizzare l'oscillazione dei prezzi delle materie prime, e del tasso di

risultati." Trevisan I., Becere M., *La variabile ambientale cultura e il suo impatto sulla gestione delle aziende internazionali*, in Sinegie, no. 32, pp.135, 1993.

[162] Collegato al concetto di Risk Tolerance e Risk Appetite nel processo di Risk Management.

cambio, nel caso di una diminuzione del fatturato l'impresa potrà focalizzarsi sulle cause del deficit, le quali saranno per lo più legate ad una possibile riduzione della domanda di mercato, un inasprimento della concorrenza ecc..

Un indicatore semplice ed utile a cui fanno ricorso le PMI è il *tetto di incassi* e il *tetto di dilazione*; questi due valore sono complementari ed indicano rispettivamente la percentuale di vendite che ci si aspetta di riscuotere entro ed oltre il periodo di fatturazione. Questo incide sulla scelta di sottoscrizione di contratti a termine per acquisto/vendita di valuta estera; nel caso in cui si preveda che il 90% delle vendite venga risco entro il mese, la sottoscrizione di un contratto a termine non risulterà necessaria.

Ovviamente nella formazione dei prezzi che le imprese impongono ai loro clienti va preso in considerazione anche il costo della relativa copertura, occorre dunque valutare se il rincaro dei prezzi giustifica la potenziale perdita che si potrebbe subire non sottoscrivendo nessuno strumento di copertura. Per la gestione del rischio di tassi di interesse, come si e' gia' detto le imprese prediligono gli swap o dei semplici cap e flor. Degli strumenti menzionati nel capitolo 3 solo pochi vengono effettivamente utilizzati in maniera diffusa dalle imprese italiane, putroppo l'impossibilita' riscontrata durante il reperimento dei dati non permette di supportare con evidenza empirica quanto verra' poi teorizzato in seguito.

4.2.1.Derivati in bilancio

La contabilizzazione degli strumenti derivati rientra fra i fattori che incidono sulle scelte della loro sottoscrizione quali strumenti di copertura dei rischi. Va innanzitutto precisato la contabilizzazione avviene in maniera diversa se il fine del contratto è la copertira o il trading, in quanto mentre nel primo caso esso dovrebbe coincidere con l'operazione da coprire, nel secondo il solo scopo è la creazione di profitto. Di seguito una tabella riassuntiva relativa alla normativa di riferimento.

Codice Civile	Principi contabili nazionali	Principi contabili internazionali
Art. 2426 – Criteri di valutazione **Art. 2427** – Contenuto della Nota Integrativa **Art. 2427-bis** – Informazioni relative al valore equo "fair value" degli strumenti finanziari. **Art. 2428** – Relazione sulla gestione	**OIC 3** – Le informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione **OIC 20** – Titoli di debito **OIC 26** – Operazioni e partite in moneta estera	**IAS 32** – Financial Instrument Presentation **IAS 39** – Financial Instrumenti Recognition & Measurement **IAS 39** – Hedge Accounting **IAS 39** – Dere cognition di attività finanziare **IFRS 7** – Cenni sulla disclosure

Salvo questo concetto e premesso che ai fini dell'analisi l'interesse va alla prima forma di contabilizzazione, si può ora parlare del problema di *asimmetria nella contabilizzazione* degli strumenti derivati, la quale può essere temporale o valutaria. L'asimmetria *valutaria* é principalmente dovuta al fatto che é possibile che vi sia un metodo di valutazione diverso per lo strumento derivato rispetto a quello per il rischio da coprire, l'asimettria temporale invece sorge nel caso in cui il derivato sia sottoscritto prima della contabilizzazione dello strumento coperto.

Un esempio sono i casi di copertura di crediti iscritti in valuta estera, la loro valutazione avviene a fine esercizio ed al costo, la rettifica inoltre avviene solo in caso si verifichi una perdita permanente di valore, il valore viene convertito al cambio spot di fine periodo; mentre un contratto a termine che prevede vendita di valuta a termine viene iscritto al momento della stipula e valutato al *fair value*.

Una possibile soluzione per risolvere il problema della asimmetria temporale é quella di anticipare la contabilizzazione delle variazioni di fair value dell'operazione coperta che altrimentri verrebbe registrato in un periodo successivo, al momento della valutazione al fair value del contratto derivato; oppure, posticipare la contabilizzazione al fair value del contratto derivato al momento in cui emerge l'effetto economico derivante dal fair value dell'operazione coperta. Si parla in questo caso di esigenza di "*coerenza valutativa*[163]".

Senza entrare nel merito di approfondimenti riguardo le regolamentazioni internazionali e nazionali per la contabilizzazione dei contratti finanziari derivati e rimandando alle relative norme, si

[163] concetto che definisce le regole di contabilizzazione degli effetti della valutazione di un contratto di copertura nello stesso esercizio nel quale vengono contrabilizzati gli effetti dell operazione di copertura

analizzeranno in generale le due principali modalità di copertura: *fair value hedging* e *cash flow hedging*.

Partendo dalle poste dell'attivo le voci che necessitano di copertura sono innanzitutti:

- i *crediti finanziari*, che risentono delle fluttuazioni dei tassi di interesse
- i *titoli liquidi* che sono esposti al rischio di variazione del loro prezzo in caso essi debbano essere liquidati.

Nel passivo di bilancio troviamo invece i finanziamenti che, come i crediti, risentono delle variazioni dei tassi di interesse. Per tutti questi valori di parla di *fair value hedging*, secondo cui le variazioni del fair value della parte di rischio oggetto di copertura va iscritta in conto economico al fine di compensare quelle dello strumento derivato. Nel caso in cui ad esempio questo principio non venga rispettato e si abbia un finanziamento nel lato del passivo su cui è stato iscritto un IRS, le due voci verranno valutare in maniera diversa in quanto le variazioni della prima rimangono nel passivo dello stato patrimoniale e solo le variazioni dell'IRS verranno iscritte a conto economico creando un ovvio sbilanciamento.

Diverso è il discorso del *cash flow hedging*, che riguarda invece i *crediti e debiti finanziari a tasso variabile*; in questo caso la copertura è relativa a flussi di cassa futuri quindi va iscritto solamente lo strumento derivato rispettivamente a patrimonio netto nel caso in cui la variazione del suo fair value sia efficace per la copertura, o a conto economico se inefficace. La parte iscritta a patrimonio netto va trasferita a conto economico nel momento in cui i flussi di cassa oggetto di copertura vengono contabilizzati, in quanto ha luogo l'azione per cui si e' sottoscritta la copertura.

Le attività e le passività, a seconda che sia necessario coprire il loro valore stock o i loro flussi di cassa ricevono dunque un trattamento contabile differente.

4.2.2. Gestione caratteristica

Dai dati presentati nella sezione introduttiva del capitolo abbiamo visto come i settori più diffusi in Italia siano quello edile (13,20%[164]), commercio al dettaglio, all'ingrosso e riparazione di autoveicoli e motocicli (26,17%), attività professionali, scientifiche e tecniche (15,68%) ed attività manifatturiere (9,54%).

È in questa sezione che ha origine il concetto di leva operativa, essa é infatti epressione della gestione caratteristica dell'impresa, ossia dei ricavi (fatturato) che il business genera e dei costi che deve sostenere, esplicitati tramite il reddito operativo. La composizione del reddito operativo e la sua sensibilità alla variazione del fatturato, dei costi variabili o fissi dipende dalla struttura di ogni impresa. Ad esempio analizzare il peso del costo delle materie prime sul costo del venduto[165] ci dice quanto l'impresa è sensibile a variazioni di prezzo delle suddette materie.

Il rapporto *valore aggiunto/fatturato* ed il contributo sul totale del fatturato di questi quattro settori è riassunto nella tabella seguente:

Indicatori economici delle imprese industriali e dei servizi, per settore di attività economica (Ateco2007) - Anno 2012

SETTORI DI ATTIVITA' ECONOMICA	%	Imprese	Addetti	Fatturato % sul totale di settore	Fatturato % sul totale	Fatturato	Valore aggiunto	Valore aggiunto/Fatturato
						(mln Euro)	*(mln Euro)*	
Attività manifatturiere	10%	417.306	3.846.840	64%	30%	906.168	199.297	22%
Industria in senso stretto		**437.650**	**4.150.140**			**1.230.782**	**245.067**	**20%**
Costruzioni	13%	572.412	1.553.237	14%	6%	194.737	53.409	27%
INDUSTRIA		**1.010.062**	**5.703.377**			**1.425.520**	**298.476**	**21%**
Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli	27%	1.163.413	3.432.719	60%	32%	965.736	115.405	12%
Attività professionali, scientifiche e tecniche	16%	710.017	1.182.925	7%	3%	106.316	50.998	48%
SERVIZI		**3.340.956**	**10.434.277**			**1.614.355**	**391.471**	24%
TOTALE		**4.351.018**	**16.137.654**			**3.039.875**	**689.946**	23%

Tav 4.1 Fonte: Istat - Anno 2012

Le attività manifatturiere e di commercio al dettaglio rappresentano insieme il 60% del fatturato totale, ma, mentre le prime presentano un rapporto valore aggiunto/fatturato superiore alla media di settore, le seconde sono esattamente la metà inferiori. Tale rapporto indica il contributo che l'impresa dà alla ricchezza venduta, minore è il contributo maggiori sono i costi che essa sostiene per la produzione[166].

[164] Fonte dati Istat, percentale sul totale delle imprese attive.
[165] Giacenze iniziali + Acquisti - Rimanenze finali
[166] Valore della produzione (-) **per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci** (+/-) variazioni delle rimanenze di materie prime- per servizi e per godimento di beni di terzi (-) oneri diversi di gestione = **Valore aggiunto.**

Secondo questa linea, il valore limite che un'impresa manifatturiera potrebbe essere disposta a sostenere per l'acquisto delle sue materie prime puo' essere fissato dal board al 35% del costo del venduto, considerando che una percentuale tollerabile di costo del venduto sul totale delle vendite sia del 80%. Se nell'esercizio successivo si prevedono ricavi per 400.000 milioni di €, i costi massimi che l'impresa vuole sostenere sarà pari a 320.000 milioni di €, ed il costo delle materie prime deve essere pari a 112.000€. Nelle imprese di servizi il costo delle materie prime avrà un peso meno rilevante, a favore di altri valoro come il costo di manodopera specializzata.

Gli strumenti derivati che interessano direttamente la gestione del rischio in questa particolare sezione sono quelli della classe *price commodity*, scarsamente utilizzati dalla imprese italiane, le quali prediligono la copertura dei costi per l'energia tramite sottoscrizione di *energy derivatives*; l'ampio contributo del valore aggiunto sul fatturato è ottenuto dunque da una gestione dei rischi strategici d'impresa in termini di miglioramento della performance, invece che a seguito di copertura dei costi delle materie prime tramite strumenti derivati.

4.2.3. Gestione valutaria

La gestione valutaria si interseca sia con la gestione caratteristica, che con quella finanziaria, in quanto l'esposizione oggetto di copertura può riguardare crediti/debiti, entrate/uscite, ma anche finanziamenti/investimenti. Una volta valutata l'esposizione al rischio di cambio (esposizione valutaria), è opportuno fissare un cambio obiettivo, un cambio benchmark che si ritiene adeguato per convertire i flussi cassa in entrata ed in uscita. Nel caso specifico del cambio €/$ per i pagamenti l'impresa fisserà il valore massimo del tasso di cambio che é disposta a sopportare. Ad esempio si consideri che ad oggi il cambio sia 1€/1,35$ e che nel caso di un pagamento di 100$ l'impresa si trovi a pagare una somma di 74 €, il cambio è estremamente variabile ed é possibile che scenda a 1€/1,25$ facendo si che gli stessi 100$ si traducano per l'impresa in un esborso di 80€. Si ipotizzi che 80€ sia il massimo che l'impresa é disposta a sborsare per mantenere l'equilibrio economico invariato, si fisserà quindi il tasso minimo sostenibile a 1€/1,25$ = 0,80.

L'utilizzo di contratti a termine per bloccare il tasso di cambio di acquisto/vendita dipende dal peso delle voci esposte alla valuta estera sul totale del costo del venduto e del fatturato, va stimati se il premio pagato (nel caso di un opzione), o il peggioramente della linea di fido (nel caso di un forward, futures, swap) giustifichi l'esposizione. Per valutare ciò è utile utilizzare alcuni indici in modo da comprendere, ad esempio la percentuale di fatturato esportato in relazione al fatturato totale. Di seguito una tabella riassuntiva del peso del fatturato estero sul settore delle imprese manifatturiere.

Incidenza del fatturato esportato di beni sul fatturato totale (%) - Anno 2012

	0-9	10-19	20-49	50-249	250 e oltre	Totale
C - Attività manifatturiere	**8,7**	**16,9**	**26,8**	**40,4**	**41,3**	**33,7**
10 - Industrie alimentari	4,0	8,3	14,5	17,8	19,5	14,9
11 - Industria delle bevande	13,1	25,2	28,0	37,3	19,7	26,1
12 - Industria del tabacco				59,8	13,5	29,8
13 - Industrie tessili	14,4	28,0	31,2	42,4	**60,3**	37,5
14 - Confezione di articoli di abbigliamento, di articoli in pelle e pelliccia	14,9	25,6	31,9	46,5	**51,3**	37,9
15 - Fabbricazione di articoli in pelle e simili	19,4	30,8	45,0	**56,6**	**70,1**	49,5
16 - Industria del legno e dei prodotti in legno e sughero (esclusi i mobili); fabbricazione di articoli in paglia e materiali da intreccio	3,5	8,2	13,9	21,7	19,3	11,4
17 - Fabbricazione di carta e di prodotti di carta	6,7	9,0	16,0	28,2	31,9	25,0
18 - Stampa e riproduzione di supporti registrati	1,8	4,8	7,7	20,3	27,2	11,3
19 - Fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio	1,6	2,3	5,7	8,9	21,7	20,8
20 - Fabbricazione di prodotti chimici	12,2	16,9	22,9	38,2	42,8	35,6
21 - Fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici	4,4	22,2	16,8	43,5	**63,3**	**56,0**
22 - Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	8,9	16,3	25,0	42,7	40,0	33,3
23 - Fabbricazione di altri prodotti della lavoraz. di minerali non metalliferi	6,4	12,7	15,6	29,7	34,7	23,9
24 - Metallurgia	9,6	9,7	20,9	49,5	45,5	41,8
25 - Fabbricazione di prodotti in metallo (esclusi macchinari e attrezzature)	4,3	11,0	21,9	38,9	52,0	25,8
26 - Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e di orologi	15,0	20,3	31,1	40,7	41,1	36,7
elettriche	11,8	19,5	35,2	46,5	49,5	42,4
28 - Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature nca	19,6	29,9	45,5	**59,1**	**59,7**	**52,0**
29 - Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	14,8	21,4	35,4	46,1	43,3	42,7
30 - Fabbricazione di altri mezzi di trasporto	14,0	27,9	31,7	40,5	**58,5**	52,3
31 - Fabbricazione di mobili	10,3	20,8	32,5	41,0	**55,2**	34,1
32 - Altre industrie manifatturiere	14,3	32,7	61,1	**61,6**	**55,2**	46,6
33 - Riparazione, manutenzione ed installazione di macchine ed apparecchiature	2,9	4,9	7,9	13,2	10,8	6,7

Tav 4.2 Fonte: Rilevazioni Statistiche Istat anno 2012

Ulteriore problema riguardo alla *contabilizzazione* di ricavi e costi esposti a variazioni di tassi di cambio, alle loro rispettive entrate ed uscite e agli strumenti di copertura utilizzati é il mismatching temporate che si crea nella manifestazione economica dei fenomeni. Nel caso in cui si sottoscriva un *contratto forward* per una vendita a termine di valuta relativa ad una vendita che avverrà nell'esercizio successivo, il problema che sorge é che mentre il contratto viene contabilizzato nell anno *n*, la fattura di vendita verrà contabilizzata nell'anno *n+1* andando contro al principio di coerenza valutaria.

Le imprese che hanno contatti continuativi con i Paesi Extra Uem tendono a fissare con la banca di riferimento dei veri e propri *listini di cambio* per ogni esercizio con scadenze regolari, così da essere in grado di pianificare dal 1/01/n all 31/12/n il tasso di cambio che vogliono sia applicato alle loro transazioni. Le scandenze scandite nel corso dell esercizio dipendono dall'attività dell imprese e dalle loro specifiche esigenze, ad esempio un'impresa potrebbe avere la maggior parte dei suoi esborsi in valuta estera nei primi tre mesi delle esercizio ed avere poi gli incassi negli ultimi tre, o ancora é possibile che vi siano solo esborsi senza incassi, il che lascia una posizione valutaria coriddetta "aperta" che necessita di essere coperta.

L'utilizzo degli strumenti derivati va monitoraro assieme ai flussi di cassa delle varie gestioni nel *prospetto di tesoreria*. Nel caso in cui vi sia, ad esempio, in un mese una posizione in surplus in dollari ed una in deficit in yen le strategie possibili per riequilibrare la tesoreria possono prevedere da una

parte di sottoscrivere un contratto *swap* con cui si vende spot la valuta in surplus contro quella in deficit e si riacquista alla scadenza prefissata la valuta in deficit; oppure investire la valuta in surplus per la durata del periodo di mismatching (es. 60 giorni) ed indebitarsi nella valuta in deficit. La seconda strategia necessita di prendere in considerazione l'effetto di un indebitamento nella valuta in deficit, il quale potrebbe rendere più onerosa la struttura patrimoniale dell'impresa causando un incremento dello spread, mentre la sottoscrizione di uno swap ha effetti sulla struttura patrimoniale, in quanto prevede l'utilizzo di una percentuale delle linea di fido e il possibile innalzamento dei tassi su esso. A questo proposito fra le due strategie alternative la scelta verrà fatta paragonando i tassi di interesse sui fidi alla differenza fra il tasso che si ottiene investimento la valuta in surplus e quello che viene invece pagato indebitandosi nella valuta in deficit.

Nel controllo della gestione valutaria e per il monitoragio degli strumenti derivati utilizzati ai fini di copertura è utile la redazione di un prospetto che prende il nome di Quadro controllo Rischio Cambio.

4.2.4. Gestione finanziaria e patrimoniale

Il risultato di gestione finanziaria è influenzato in prevalenza da oneri e proventi finanziari i quali derivano sia dagli strumenti di copertura che dalla struttura finanziaria dell'impresa. Un dato da prendere in considerazione è il livello di leverage e l'incidenza degli oneri finanziari[167], studi condotti sulla struttura finanziaria delle imprese italiane mostrano che il leverage tende a diminuire all'aumentare delle dimensioni aziendali. Si è accennato al peso rilevante di finanziamenti a breve termine i quali fanno sì che ogni qual volta l'impresa vada a rinegoziare il suo finanziamento o la sua linea di credito si esponga al rischio di rialzo del tasso sul fido. La recente tendenza al ricorso di prestiti obbligazionari espone l'impresa al possibile aumento della cedola che essa dovrà pagare. Il ricorso negli ultimi anni a strumenti swap è conseguenza di un ragionamento che ha portato le imprese a prediligere un indebitamento a tasso variabile in quanto lo spread fra questo ed il tasso fisso che le banche erano disposte ad applicare era talmente elevato da giustificare il costo di sottoscrizione dello strumento derivato. L'unico modo per le imprese di avere tassi minori sarebbe stato quello di allungare la vita del finanziamento, rendendo però il passivo estremamente rigido.

L'utizzo dell'IRS sta perdendo la sua diffusione fra le imprese italiane, le quali preferiscono porre un cap, floor o collar ai loro tassi di interesse, ossia delimitare la forchetta di valori entro cui i tassi

[167] Il rapporto fra Margine Operativo Lordo e Oneri finanziari esprime, ad esempio, il grado di copertura che il primo fornisce sul secondo importo. Considerando che il MOL rappresenta il risultato prima degli ammortamenti e delle svalutazioni, con questo indice si vuole valutare se esso è in grado di remunerare il capitale di rischio.

dovrebbero muoversi invece che modificare il finanziamento dal fisso al variabile o viceversa. Le imprese hanno perso fiducia verso lo strumento swap[168] a seguito dell'inatteso trend al ribasso dei tassi di interesse ed il rafforzamento dell'euro sul dollaro, i quali hanno costretto le imprese cha avevano sottoscritto tali strumenti a pagare enormi dfferenziali. Le piccole/medie imprese non hanno percepito il fenomeno subito in quanto la loro contabilità semplificata non prevede un'informativa da inserire in bilancio riguardo gli strumenti derivati e nemmeno la loro iscrizione al fair value.

La gestione patrimoniale è strettamente legata alla gestione finaziaria per la tematica di gestione del rischio e riguarda le poste dell'attivo e del passivo di stato patrimoniale e la necessità di mantenere un equilibrio fra impieghi e fonti, innanzitutti evitando che le poste si svalutino per eventi non collegati alla gestione aziendale. Il disequilibrio presente nella struttura delle imprese italiane necessità la creazione di un equilibrio "artificiale" per far in modo che l'impresa non sia obbligata a dismettere le sue immobilizzazioni per far fronte esigenze di breve periodo, gli strumenti derivati per la copertura del rischio di tasso di interesse permettono di gestire le uscite ed entrate relative ad oneri e proventi finanziari, generando quando è necessario maggiori proventi per coprire un momentaneo deficit della gestione o sopperire ad un bisogno di liquidità, oppure modificare il flusso di interessi da pagare su un finanziamento per farli coincidere con i proventi generati dal progetto finanziato.

Alla luce di quanto detto è opportuno precisare che da fine gennaio 2005 il valore mark to market dei contratti derivati, compresi quelli di copertura, è segnalato mensilmente in Centrale dei Rischi di Banca d'Italia; la frequenza delle segnalazioni mette in difficoltà le imprese che presentano degradazioni del valore delle esposizioni, con conseguente peggioramento della loro situazione di solvibilità tradotto in un più diffile ed oneroso accesso al credito, anche questo fattore va preso in considerazione se si decide di sottoscrivere posizioni in strumenti derivati.

[168] A seguito del progressivo rialzo dei tassi di interesse successivo all'entrata in vigore dell'Euro ha indotto le imprese con strutture finanziarie e di indebitamento particolarmente sensibili alla variabilità dei tassi e del dollaro, a ritenere opportuno coprirsi dai rischi. A partire dal 1998 vi fu una crescente domanda di strumenti di immunizzazione dal rischio e il riscorso ad operazioni in strumenti derivati. Tale esigenza è stata sentita tanto dalle imprese di grandi dimensioni quanto dalle PMI imprese.

4.3. Fattori determinanti per la scelta dei derivati come forma di copertura: studi svolti.

Fino ad ora si è parlato in maniera generale dell'esposizione al rischio, delle sue forme di copertura e degli strumenti derivati quale valida alternativa; in questa sezione ci concentreremo sul legame fra le imprese italiane e gli strumenti derivati con il supporto di alcuni studi già compiuti da Banca d'Italia alla fine del 2012[169], da Bison, Pelizzon e Sartore nel 2002 e dall'Osservatorio della SDA Bocconi nel 2008[170].

Il paper redatto da Banca d'Italia mette in evidenza le differenze fra imprese definite *users* di strument i derivati e *non users*, si analizza inoltre la relazione fra le difficoltà finanziarie delle imprese[171] e l'esposizione in derivati, monstrando che i due fattori sono positivamente correlati. Gli strumenti più diffusi risultano essere gli swap che rappresentano il 90% del valore delle esposizioni; i contratti sono principalmente sottoscritti per la gestione del tasso d'interesse (90%), tasso di cambio (9%) e price equity (1%), marginale il ricorso a strumenti derivati per la copertura del rischio di price commodity. Le imprese users sono per lo più istituite in forma di sociatà per azioni, nei settori di servizi ed industriale.

L'analisi condotta da Bison, Pelizzon e Sartore (2002) prende in considerazione 150 imprese non finanziarie quotate e l'analisi si riferisce ad un periodo precedente all'introduzione dell'Euro. I risultati portano a concludere che la scelta di utilizzo dei derivati finanziari sia legata alle dimensioni aziendali, alla rilevanza del commercio con l'estero e all'esposizione al tasso di cambio; l'esposizione al rischio di tasso di interesse risulta meno rilevante.

La survey condotta dalla SDA Bocconi considera imprese quotare e non per un periodo che va da settembre 2007 a gennaio 2008, i risultati ottenuti dimostrano che il rischio più gestito è quello di tasso di cambio per il 67% delle imprese, a seguire il rischio di tassi di interesse (61%) e di controparte (30%). L'uso dei derivati finanziari risulta essere applicato soprattutto per la copertura di rischi di cambio (56%), tasso di interesse (58%) rischio di price commodity (23%) e rischio energetico (21%). Per il rischio di controparte, operativo e paese gli intervistati preferiscono ricorrere all'assicurazione. A livello dimensionale queste survey conferma quanto anticipato nei capitoli precedenti; le imprese di maggiori dimensioni ricorrono più delle altre a strumenti derivati, solo le imprese di gradi dimensioni risultano sottoscrivere derivati per coprirsi dai rischi di price equity e price commodity. Per ciò che riguarda il settore industriale le imprese manifatturiere sembrano essere il settore che più ricorre a strumenti derivati per la gestione dei rischi, in particolare i derivati su price equity e gli energy derivatives sono maggiormente utilizzati da imprese estrattive.

---

[169] Graziano M., *Le imprese italiane e gli strumenti derivati*, Banca d'Italia: Questioni di Economia e Finanza, Ottobre 2012. l'analisi prende in considerazione principalmente il periodo 2008-2011

[170] Bondnar M.G., Consolandi C., Gabbi G., Jaiswal-Dale A., *A Survey on Risk Management and Usage of Derivatives by non-financial Italian firms*, CAREFIN Workink Paper, SDA Bocconi, no. 7, 2008.

[171] La misurazione è stimata secondo le segnalazioni ad incagli nella Centrale dei Rischi ed i rating Cerved.

4.4. Analisi dei dati

I dati reperibili dalla base statistica di Banca d'Italia presentano in settembre 2014 un numero di imprese che ha sottoscritto strumenti derivati pari a 7.469 nel settore industriale, 1.751 del settore costruzioni e 9.153 nel settore dei servizi. Le famiglie produttrici che hanno sottoscritto derivati sono invece 1.782, numero quasi corrispondente alle imprese di costruzione. Per famiglie produttrici si intendono le societa' semplici, le societa' di fatto e le imprese individuali con un numero di addetti fino a cinque; quesa categoria e' la piu diffusa in italia, ma quella che rappresenta solo il 10% del totale delle imprese sottoscriventi. Gia' da questa evidenza si puo' evincere che nonostante la teoria che la dimensione non dovrebbe essere un discrimimante nella sottoscrizione di strumenti derivati

Al momento della rilevazione dei dati Istat, fine 2011, il numero totale di imprese che aveva sottoscritto derivati finanziari ammontava a 27.419, mentre gli ultimi dati reperibili risalenti al giugno del 2014 registrano un numero di affiliati totali pari a 20.980, un calo del 23% rispetto al 2011.

Un'adeguata analisi empirica che potesse condurre ad una conclusione più evidente non è stata possibile data la difficoltà di reperimento dei dati riguardanti le posizioni per tipologia di strumento l'affidamento delle imprese in derivati.

Dai dati che ottenuti tramite le Banche dati pubbliche si riscontra che il *numero di affiliati* in strumenti derivati varia al variare del fido globale accordato: la classe piu' bassa di fido vede la predominanza di famiglie produttrici ed imprese di servizi, al crescere delle classi di fido il numero di famiglie produttrici si riduce arrivando a meno di 100 nella classe piu' alta. Il peso delle imprese industriali al contrario aumenta all'aumentare della classe di fido, costanti le imprese di costruzioni. Occorre precisare che i dati reperiti dalla BDS di Banca d'Italia forniscono dati solamente per i derivati finanziari, non prendendo in considerazione i derivati su commodities e gli emission derivatives; i dati mostrano dunque le esposizioni a rischi di tasso di interesse, di cambio ed equity. Per cio' che riguarda il valore instrinseco delle posizioni in derivati, anche in questo caso al variare della classe di fido possono essere fatte delle osservazioni interessanti: nella classe da 30.000 a 75000 euro si registra una drastica diminuzione del valore dal 12/01/2011 al 12/01/2012 quando poi il montante risale; fenomeno opposto avviene in tutte le classi di fido successive in cui i valori piu' elevati del periodo di analisi si registrano proprio il quello stesso periodo. (vedere grafici in appendice)

Il settore edile risulta quello con i valori minori escludendo le famiglie produttrici, la ragione potrebbe essere che il 75% delle imprese di costruzione ha fra 0-2 addetti, ma le imprese di servizi, le quali presentano i valori piu' elevati per numero ed esposione in derivati, hanno fra 0-2 addetti nel 81% dei casi. Dimostrato quindi che la dimensione non e' una variabile significativa, passiamo all'import/export; abbiamo visto che il settore delle manifatturiero e' senza dubbio quello piu esposto

al rischio di tasso di cambio, nonostante cio' non e' possibile apprezzare il volume in dettaglio degli strumenti sottoscritti in quanto non e' stato disponibile reperire i dati, come gia' anticipato.

Guardando alla struttura finanziaria delle imprese dei settori considerati, le imprese di servizi mostrano un attivo immobilizzato importante che rappresenta il 79% del totale dell'attivo, non coperto da un passivo consolidato che ammonta al 70%. Queste imiprese potrebbero utilizzare strumenti derivati a scopo di fair value hedging per proteggere il valore dell'attivo e/o del passivo.

Conclusioni

La gestione del rischio tramite strumenti derivati e' una scelta strategica alla stregua delle altre, e come tale va valutata tenendo conto dei vantaggi che essa comporta e dei maggiori rischi in cui si puo' incorrere. Lo stresso rapporto con le banche implica che gli investimenti in strumenti derivati non sempre sono frutto del volere dell'impresa o della strategia del management, soprattutto per il fatto che la presenza di un manager che non sia il soggetto imprenditore non e' un caso diffuso.

La scarsa cultura finanziaria delle imprese le rende quindi accondiscendenti verso le proposte della banca con cui si sottoscrivono i prodotti, molto spesso i soggetti all'interno dell'impresa non sono in grado di valutare i costi/benefici di tali strumenti di copertura data la loro complessita' che richiede personale specializzato in cui difficilmente le PMI investono.

Si parla quindi in alcuni casi di una gestione finanziaria in outsourcing, non sempre *tailoned* a seconda dei bisogni dell'impresa, e che difficilmente ha la possibilita' di essere integrata con le altre aree di gestione per poter creare un processo di Enterprise Risk Management.

La strategia che le imprese italiane dovrebbero perseguire per migliorare la gestione dei loro rischi è di aprirsi al mercato dei capitali e ricorrere a fonti di finanziamento alternativo a quello bancario; questo processo si è già avviato e sempre più imprese ricorrono allo strumento dei mini-bond. Una minor dipendenza dalle banche comporterebbe la facoltà di scegliere i tassi più convenienti ed evitare che le decisioni riguardanti il business vengano influenzate da fattori non considerati core.

Infine la pianificazione finanziaria è alla base di quanto sopra esposto, solo con un'accurata analisi dei flussi di cassa che l'impresa genera o ci si aspetta genererà è possibile coprirsi dai rischi in maniera adeguata non disperdendo risorse e non lasciando posizioni esposte.

Appendice tabelle e grafici

Tabelle dati imprese

Tav. 4.3 - Numero di imprese per settore di attivita' economica e numero di addetti

Classe di addetti	0-2		3 e più		Totale	
Ateco 2007						
totale	**76%**	**3.372.503,00**	**24%**	**1.053.447,00**		**4.425.950,00**
Agricoltura, silvicoltura e pesca	**77%**	**19.067,00**	**23%**	**5.854,00**	**1%**	**24.921,00**
estrazione di minerali da cave e miniere	44%	1.085,00	56%	1.408,00	*1%*	2.493,00
attività manifatturiere	51%	213.262,00	49%	208.805,00	*96%*	422.067,00
fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	82%	5.349,00	18%	1.186,00	*1%*	6.535,00
fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	41%	3.579,00	59%	5.165,00	*2%*	8.744,00
Totale Industria	**51%**	**223.275,00**	**49%**	**216.564,00**	**10%**	**439.839,00**
Costruzioni	**75%**	**440.423,00**	**25%**	**144.023,00**	**13%**	**584.446,00**
Commercio all'ingrosso e al dettaglio riparazione di autoveicoli e motocicli	**77%**	**893.281,00**	**23%**	**265.079,00**	**26%**	**1.158.360,00**
trasporto e magazzinaggio	70%	92.902,00	30%	39.866,00	*6%*	132.768,00
attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	56%	167.766,00	44%	134.301,00	*14%*	302.067,00
servizi di informazione e comunicazione	75%	72.138,00	25%	24.127,00	*4%*	96.265,00
attività finanziarie e assicurative	82%	74.873,00	18%	15.932,00	*4%*	90.805,00
attività immobiliari	91%	206.948,00	9%	20.934,00	*10%*	227.882,00
attività professionali, scientifiche e tecniche	91%	628.347,00	9%	65.423,00	*31%*	693.770,00
noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	75%	107.108,00	25%	36.445,00	*6%*	143.553,00
istruzione	76%	18.770,00	24%	6.055,00	*1%*	24.825,00
sanità e assistenza sociale	89%	219.449,00	11%	27.321,00	*11%*	246.770,00
attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	84%	51.654,00	16%	9.873,00	*3%*	61.527,00
altre attività di servizi	79%	156.502,00	21%	41.650,00	*9%*	198.152,00
Totale servizi	**81%**	**1.796.457,00**	**19%**	**421.927,00**	**50%**	**2.218.384,00**

Fonte: Istat 9° Censimento. Dati realitivi al 2011

Tav. 4.4 – Numero di imprese con piu' di 3 addetti per area geografica e settore economico

	totale		totale industria escluse costruzioni (b-e)		costruzioni		commercio all'ingrosso e al dettaglio riparazione di autoveicoli e motocicli		totale servizi non commerciali (h-s escluso o e 94)	
Territorio										
Italia		**1.047.035,00**	***21%***	**216.411,00**	***14%***	**144.019,00**	***25%***	**265.079,00**	***40%***	**421.526,00**
Nord-ovest	***30%***	316.240,00	*33%*	70.446,00	*29%*	41.324,00	*28%*	74.250,00	*31%*	130.220,00
Nord-est	***24%***	249.293,00	*27%*	58.380,00	*21%*	30.510,00	*22%*	57.981,00	*24%*	102.422,00
Centro	***21%***	221.666,00	*20%*	44.094,00	*21%*	29.697,00	*21%*	54.995,00	*22%*	92.879,00
Sud	***17%***	177.715,00	*14%*	31.331,00	*20%*	28.886,00	*20%*	52.566,00	*15%*	64.932,00
Isole	***8%***	82.122,00	*6%*	12.160,00	*9%*	13.602,00	*10%*	25.287,00	*7%*	31.073,00

Fonte: Istat 9° Censimento. Dati realitivi al 2011

NB: non è compreso il settore agricolo

Tav. 4.5 – Numero di imprese con piu' di 3 addetti per tipologia di socio principale e settore economico

Classe di addetti	3 e più							3-9							10-49						
Tipologia del socio principale	persona fisica		holding, banca, altra impresa		ente pubblico, pubblica amministrazione		tutte le voci	persona fisica		holding, banca, altra impresa		ente pubblico, pubblica amministrazione		tutte le voci	persona fisica		holding, banca, altra impresa		ente pubblico, pubblica amministrazione		tutte le voci
Ateco 2007																					
totale	**92%**	**961.280,00**	**8%**	**82.496,00**	**0%**	**3.259,00**	**1.047.035,00**	**95%**	**793.178,00**	**5%**	**42.619,00**	**0%**	**1.212,00**	**837008**	**84%**	**155.976,00**	**15%**	**28.610,00**	**1%**	**1.236,00**	**185.821,00**
totale industria escluse costruzioni (b-e)	**89%**	**192.789,00**	**11%**	**22.876,00**	**0%**	**745,00**	**216.411,00**	**94%**	**130.864,00**	**6%**	**8.070,00**	**0%**	**150,00**	**139083**	**85%**	**56.815,00**	**14%**	**9.461,00**	**0%**	**288,00**	**66.563,00**
estrazione di minerali da cave e miniere	**80%**	1.119,00	19%	271,00	0%	5,00	1.395,00	**85%**	714,00	15%	130,00	0%	..	844	77%	382,00	22%	109,00	0%	2,00	493,00
attività manifatturiere	**90%**	187.542,00	10%	21.098,00	0%	77,00	208.716,00	**95%**	127.452,00	5%	7.314,00	0%	32,00	134797	86%	55.161,00	14%	8.723,00	0%	30,00	63.914,00
fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	**31%**	368,00	57%	679,00	11%	136,00	1.183,00	**40%**	263,00	50%	328,00	9%	60,00	652	25%	97,00	63%	248,00	12%	48,00	393,00
fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	**73%**	3.760,00	16%	830,00	10%	527,00	5.117,00	**87%**	2.435,00	11%	297,00	2%	58,00	2790	67%	1.175,00	22%	381,00	12%	207,00	1.763,00
costruzioni	**95%**	**136.800,00**	**5%**	**7.011,00**	**0%**	**208,00**	**144.019,00**	**96%**	**114.278,00**	**4%**	**4.404,00**	**0%**	**89,00**	**118771**	**91%**	**21.573,00**	**9%**	**2.187,00**	**0%**	**70,00**	**23.831,00**
commercio all'ingrosso e al dettaglio riparazione di autoveicoli e motocicli	**93%**	**246.188,00**	**7%**	**18.453,00**	**0%**	**438,00**	**265.079,00**	**95%**	**214.410,00**	**5%**	**10.717,00**	**0%**	**238,00**	**225365**	**83%**	**30.270,00**	**17%**	**6.067,00**	**0%**	**145,00**	**36.483,00**
totale servizi non commerciali (h-s escluso o e 94)	**91%**	**385.503,00**	**8%**	**34.156,00**	**0%**	**1.867,00**	**421.526,00**	**94%**	**333.626,00**	**5%**	**19.428,00**	**0%**	**735,00**	**353789**	**80%**	**47.318,00**	**18%**	**10.894,00**	**1%**	**732,00**	**58.944,00**
trasporto e magazzinaggio	**88%**	35.138,00	11%	4.347,00	1%	329,00	39.814,00	**93%**	25.168,00	7%	1.876,00	0%	70,00	27115	82%	8.610,00	17%	1.817,00	1%	114,00	10.542,00
attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	**95%**	127.694,00	5%	6.508,00	0%	75,00	134.277,00	**96%**	112.150,00	4%	4.404,00	0%	24,00	116578	89%	15.118,00	11%	1.805,00	0%	39,00	16.963,00
servizi di informazione e comunicazione	**81%**	19.501,00	18%	4.373,00	1%	162,00	24.036,00	**89%**	16.040,00	11%	2.013,00	0%	65,00	18118	64%	3.211,00	34%	1.723,00	1%	65,00	4.999,00
attività finanziarie e assicurative	**85%**	13.443,00	15%	2.409,00	0%	54,00	15.906,00	**91%**	12.162,00	9%	1.194,00	0%	19,00	13375	60%	1.097,00	39%	701,00	1%	16,00	1.814,00
attività immobiliari	**93%**	19.504,00	6%	1.347,00	0%	64,00	20.915,00	**94%**	19.082,00	6%	1.113,00	0%	21,00	20216	64%	412,00	29%	187,00	6%	40,00	640,00
attività professionali, scientifiche e tecniche	**90%**	58.623,00	10%	6.408,00	1%	337,00	65.368,00	**93%**	53.311,00	7%	3.833,00	0%	177,00	57321	71%	5.100,00	28%	2.018,00	2%	113,00	7.231,00
noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	**87%**	31.718,00	12%	4.349,00	1%	301,00	36.368,00	**90%**	23.496,00	9%	2.422,00	1%	151,00	26069	83%	6.764,00	16%	1.303,00	1%	90,00	8.157,00
istruzione	**87%**	5.246,00	12%	722,00	1%	83,00	6.051,00	**89%**	4.238,00	11%	504,00	0%	17,00	4760	80%	937,00	15%	178,00	5%	57,00	1.172,00
sanità e assistenza sociale	**94%**	25.546,00	6%	1.568,00	1%	187,00	27.301,00	**96%**	23.143,00	3%	815,00	0%	58,00	24016	79%	2.018,00	18%	448,00	3%	79,00	2.545,00
attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	**88%**	8.699,00	10%	1.009,00	1%	142,00	9.850,00	**92%**	7.037,00	7%	505,00	1%	82,00	7624	78%	1.573,00	20%	394,00	2%	46,00	2.012,00
altre attività di servizi	**97%**	40.390,00	3%	1.116,00	0%	134,00	41.640,00	**98%**	37.798,00	2%	749,00	0%	50,00	38597	86%	2.477,00	11%	319,00	3%	73,00	2.869,00

Classe di addetti	50-249							250 e più						
Tipologia del socio principale	persona fisica		holding, banca, altra impresa		ente pubblico, pubblica amministrazione		tutte le voci	persona fisica		holding, banca, altra impresa		ente pubblico, pubblica amministrazione		tutte le voci
Ateco 2007														
totale	**54%**	**11.255,00**	**43%**	**8.887,00**	**3%**	**614,00**	**20.756,00**	**25%**	**872,00**	**69%**	**2.381,00**	**6%**	**197,00**	**3.450,00**
totale industria escluse costruzioni (b-e)	**52%**	**4.862,00**	**46%**	**4.274,00**	**3%**	**253,00**	**9.389,00**	**18%**	**249,00**	**78%**	**1.072,00**	**4%**	**55,00**	**1.376,00**
estrazione di minerali da cave e miniere	44%	24,00	54%	29,00	2%	1,00	54,00	0%	..	50%	2,00	50%	2,00	4,00
attività manifatturiere	54%	4.703,00	46%	4.062,00	0%	13,00	8.778,00	18%	226,00	81%	999,00	0%	2,00	1.227,00
fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	7%	7,00	71%	67,00	22%	21,00	95,00	2%	1,00	81%	35,00	16%	7,00	43,00
fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	28%	128,00	25%	116,00	47%	218,00	462,00	22%	22,00	35%	36,00	43%	44,00	102,00
costruzioni	**69%**	**919,00**	**28%**	**373,00**	**3%**	**43,00**	**1.335,00**	**37%**	**30,00**	**56%**	**46,00**	**7%**	**6,00**	**82,00**
commercio all'ingrosso e al dettaglio riparazione di autoveicoli e motocicli	**51%**	**1.402,00**	**47%**	**1.310,00**	**2%**	**49,00**	**2.761,00**	**23%**	**106,00**	**76%**	**359,00**	**1%**	**5,00**	**470,00**
totale servizi non commerciali (h-s escluso o e 94)	**56%**	**4.072,00**	**40%**	**2.930,00**	**4%**	**269,00**	**7.271,00**	**32%**	**487,00**	**59%**	**904,00**	**9%**	**131,00**	**1.522,00**
trasporto e magazzinaggio	68%	1.250,00	27%	496,00	4%	80,00	1.826,00	33%	109,00	47%	157,00	20%	65,00	331,00
attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	61%	386,00	38%	237,00	1%	9,00	632,00	38%	40,00	60%	62,00	2%	2,00	104,00
servizi di informazione e comunicazione	31%	231,00	67%	498,00	2%	18,00	747,00	11%	19,00	81%	139,00	8%	14,00	172,00
attività finanziarie e assicurative	33%	165,00	65%	328,00	2%	12,00	505,00	9%	19,00	88%	186,00	3%	7,00	212,00
attività immobiliari	19%	10,00	78%	42,00	4%	2,00	54,00	0%	..	100%	5,00	0%	..	5,00
attività professionali, scientifiche e tecniche	27%	193,00	67%	475,00	5%	36,00	704,00	17%	19,00	73%	82,00	10%	11,00	112,00
noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	71%	1.208,00	26%	440,00	3%	46,00	1.694,00	56%	250,00	41%	185,00	3%	13,00	448,00
istruzione	61%	70,00	32%	37,00	7%	8,00	115,00	25%	1,00	50%	2,00	25%	1,00	4,00
sanità e assistenza sociale	56%	362,00	38%	245,00	6%	38,00	645,00	24%	23,00	63%	60,00	13%	12,00	95,00
attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	45%	87,00	50%	96,00	5%	9,00	192,00	9%	2,00	64%	14,00	27%	6,00	22,00
altre attività di servizi	70%	110,00	23%	36,00	7%	11,00	157,00	29%	5,00	71%	12,00	0%	..	17,00

Fonte: Istat 9° Censimento. Dati realitivi al 2011

Tav. 4.6 – Numero di imprese per forma giuridica e settore di attivita' economica

Forma giuridica	imprenditore individuale, libero professionista e lavoratore autonomo		società cooperativa esclusa società cooperativa sociale		società in nome collettivo		società in accomandita semplice		altra società di persone diversa da snc e sas		società a responsabilità limitata		società per azioni, società in accomandita per azioni		Totale
Ateco 2007															
Totale	**63%**	**2.792.326,00**	**1%**	**50.134,00**	**9%**	**407.041,00**	**7%**	**315.855,00**	**1%**	**41.576,00**	**17%**	**763.112,00**	**1%**	**36.567,00**	**4.425.950,00**
Agricoltura, silvicoltura e pesca	**61%**	**15.252,00**	**16%**	**3.932,00**	**12%**	**3.100,00**	**3%**	**773,00**	**2%**	**408,00**	**4%**	**1.057,00**	**0%**	**31,00**	**24.921,00**
estrazione di minerali da cave e miniere	15%	384,00	1%	32,00	12%	295,00	6%	145,00	0%	6,00	59%	1.460,00	5%	128,00	2.493,00
attività manifatturiere	45%	188.197,00	1%	3.809,00	17%	73.296,00	7%	28.125,00	0%	317,00	27%	115.445,00	3%	11.784,00	422.067,00
fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	8%	548,00	2%	109,00	2%	135,00	4%	263,00	2%	114,00	70%	4.584,00	9%	570,00	6.535,00
fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	21%	1.811,00	4%	311,00	9%	752,00	6%	498,00	0%	26,00	48%	4.186,00	8%	727,00	8.744,00
Totale industria	**43%**	**190.940,00**	**1%**	**4.261,00**	**17%**	**74.478,00**	**7%**	**29.031,00**	**0%**	**463,00**	**29%**	**125.675,00**	**3%**	**13.209,00**	**439.839,00**
Costruzioni	**63%**	**370.554,00**	**2%**	**9.245,00**	**9%**	**52.365,00**	**4%**	**23.584,00**	**0%**	**172,00**	**21%**	**122.016,00**	**0%**	**2.513,00**	**584.446,00**
Commercio all'ingrosso e al dettaglio riparazione di autoveicoli e motocicli	**66%**	**763.720,00**	**0%**	**3.369,00**	**10%**	**114.694,00**	**8%**	**91.085,00**	**0%**	**748,00**	**15%**	**176.439,00**	**1%**	**5.873,00**	**1.158.360,00**
trasporto e magazzinaggio	61%	81.063,00	6%	7.693,00	9%	11.689,00	5%	6.434,00	0%	80,00	17%	22.960,00	1%	1.431,00	132.768,00
attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	48%	145.743,00	1%	1.857,00	20%	59.994,00	16%	48.125,00	0%	782,00	15%	44.807,00	0%	628,00	302.067,00
servizi di informazione e comunicazione	42%	40.863,00	2%	2.170,00	5%	5.014,00	12%	11.890,00	0%	179,00	35%	34.117,00	1%	1.367,00	96.265,00
attività finanziarie e assicurative	72%	65.409,00	1%	917,00	5%	4.500,00	8%	6.836,00	0%	336,00	11%	9.558,00	3%	2.819,00	90.805,00
attività immobiliari	15%	33.820,00	0%	1.070,00	16%	35.522,00	21%	47.321,00	0%	960,00	46%	104.315,00	2%	4.348,00	227.882,00
attività professionali, scientifiche e tecniche	84%	581.630,00	0%	2.067,00	1%	7.637,00	2%	16.241,00	5%	31.576,00	7%	49.875,00	0%	2.326,00	693.770,00
noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	52%	74.541,00	5%	7.484,00	6%	9.062,00	9%	12.557,00	0%	243,00	25%	35.229,00	1%	1.039,00	143.553,00
istruzione	56%	13.937,00	4%	1.025,00	8%	1.884,00	9%	2.312,00	1%	263,00	19%	4.749,00	0%	59,00	24.825,00
sanità e assistenza sociale	91%	223.611,00	1%	1.785,00	1%	2.219,00	2%	4.153,00	2%	4.911,00	4%	9.462,00	0%	345,00	246.770,00
attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	63%	38.569,00	3%	1.863,00	6%	3.797,00	8%	4.780,00	0%	278,00	19%	11.693,00	1%	311,00	61.527,00
altre attività di servizi	77%	152.674,00	1%	1.396,00	11%	21.086,00	5%	10.733,00	0%	177,00	6%	11.160,00	0%	268,00	198.152,00
Totale servizi	**65%**	**1.451.860,00**	**1%**	**29.327,00**	**7%**	**162.404,00**	**8%**	**171.382,00**	**2%**	**39.785,00**	**15%**	**337.925,00**	**1%**	**14.941,00**	**2.218.384,00**

Fonte: Istat 9° Censimento. Dati realitivi al 2011

Tav. 4.7 - Dati cumulativi di 2050 societa'

	2009		2010		2011		2012		2013	%	
ATTIVITA'											
CASSA E BANCHE	33.732.451,00		33.474.664,00		31.430.339,00		50.004.997,00		41.439.297,00		
TITOLI A REDDITO FISSO	6.560.661,00		7.231.489,00		6.279.270,00		5.112.615,00		12.069.281,00		
DISPONIBILITA'	40.293.112,00		40.706.153,00		37.709.609,00		55.117.612,00		53.508.578,00		
RIMANENZE .....(A)	*103.435.961,00*		*109.383.290,00*		*116.287.045,00*		*114.647.901,00*		*116.642.103,00*		
CLIENTI	*147.367.178,00*		*156.916.729,00*		*164.148.549,00*		*163.304.322,00*		*160.811.038,00*		
FONDO SVALUTAZIONE RIMANENZE .....(B)	- *3.928.427,00*		- *3.801.599,00*		- *3.922.181,00*		- *4.150.398,00*		- *3.873.711,00*		
FONDO SVALUTAZIONE CREDITI	- *7.962.469,00*		- *8.239.019,00*		- *8.924.651,00*		- *9.486.685,00*		- *9.887.899,00*		
CIRCOLANTE	**238.912.243,00**		**254.259.401,00**		**267.588.762,00**		**264.315.140,00**		**263.691.531,00**	**64%**	
ALTRE ATTIVITA' CORRENTI	87.006.657,00		90.016.766,00		94.872.948,00		93.578.278,00		98.056.219,00	24%	
ATTIVO CORRENTE .....(C)	**366.212.012,00**		**384.982.320,00**		**400.171.319,00**		**413.011.030,00**		**415.256.328,00**		**41%**
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	252.981.545,00		257.546.713,00		257.562.334,00		259.823.707,00		257.658.904,00	42%	
PARTECIPAZIONI NETTE	168.052.067,00		176.868.498,00		180.444.598,00		192.347.127,00		199.039.148,00	33%	
ALTRE ATTIVITA' A M/L TERMINE	40.726.638,00		33.420.887,00		35.265.091,00		33.202.663,00		33.864.011,00	6%	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	129.745.236,00		128.546.632,00		126.522.934,00		123.626.538,00		118.982.315,00	20%	
ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO .....(D)	**591.505.486,00**		**596.382.730,00**		**599.794.957,00**		**609.000.035,00**		**609.544.378,00**		**59%**
TOTALE .....(C + D)	**957.717.498,00**		**981.365.050,00**		**999.966.276,00**		**1.022.011.065,00**		**1.024.800.706,00**		
PASSIVITA'											
DEBITI FINANZIARI A BREVE V/TERZI	*49.581.027,00*		*49.619.190,00*		*59.479.467,00*		*57.079.223,00*		*57.719.915,00*		
DEBITI FINANZ. A BREVE V/CONSOCIATE	*51.116.531,00*		*53.912.609,00*		*56.312.648,00*		*64.735.183,00*		*60.147.758,00*		
DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE	**100.697.558,00**		**103.531.799,00**		**115.792.115,00**		**121.814.406,00**		**117.867.673,00**	**31%**	
FORNITORI E CONSOCIATE	131.804.728,00		145.287.844,00		156.683.985,00		153.888.402,00		152.614.446,00	40%	
ALTRE PASSIVITA' CORRENTI	98.234.211,00		98.401.999,00		104.512.157,00		103.779.539,00		106.451.051,00	28%	
PASSIVO CORRENTE .....(E)	**330.736.497,00**		**347.221.642,00**		**376.988.257,00**		**379.482.347,00**		**376.933.170,00**	***58%***	**37%**
PRESTITI OBBLIGAZIONARI	61.022.514,00	28%	65.863.854,00	25%	64.438.159,00	32%	81.093.129,00		90.481.244,00	43%	
DEBITI FINANZIARI V/BANCHE A M/L TERMINE	78.763.840,00	37%	74.469.308,00	28%	70.718.852,00	27%	65.137.522,00		55.959.445,00	27%	
DEBITI FIN. V/CONSOCIATE A M/L TERMINE	56.100.656,00	26%	47.500.503,00	18%	46.610.659,00	18%	48.658.134,00		48.277.353,00	23%	
ALTRI DEBITI FINANZIARI	19.194.703,00	9%	17.926.929,00	7%	18.033.297,00	7%	17.121.841,00		16.110.221,00	8%	
DEBITI FINANZIARI A M/L TERMINE	**215.081.713,00**		**205.760.594,00**		**199.800.967,00**		**212.010.626,00**		**210.828.263,00**		
FONDI DEL PERSONALE	20.095.665,00		18.967.145,00		17.649.755,00		18.979.097,00		17.328.236,00		
FONDO OSCILLAZIONE CAMBI	-		-		-		-		-		
FONDI DIVERSI	37.612.098,00		37.773.583,00		39.821.754,00		40.761.405,00		40.674.622,00		
TOTALE PASSIVO A M/L TERMINE .....(F)	**272.789.476,00**		**262.501.322,00**		**257.272.476,00**		**271.751.128,00**		**268.831.121,00**	***42%***	**26%**
TOTALE PASSIVO	***603.525.973,00***		***609.722.964,00***		***634.260.733,00***		***651.233.475,00***		***645.764.291,00***		
CAPITALE SOCIALE	145.575.310,00		148.015.755,00		150.702.373,00		154.027.134,00		155.079.677,00		
RISERVE	189.294.324,00		193.375.652,00		204.714.015,00		200.779.355,00		210.947.778,00		
RISULTATO D'ESERCIZIO	19.321.891,00		30.250.679,00		10.289.155,00		15.971.101,00		13.008.960,00		
CAPITALE NETTO .....(G)	**354.191.525,00**		**371.642.086,00**		**365.705.543,00**		**370.777.590,00**		**379.036.415,00**		**37%**
TOTALE .....(E + F + G)	**957.717.498,00**		**981.365.050,00**		**999.966.276,00**		**1.022.011.065,00**		**1.024.800.706,00**		
-											
ATTIVO CORRENTE/PASSIVO CORRENTE	**110,70**		**110,90**		**106,10**		**108,80**		**110,20**		
ATTIVO CORRENTE-RIMANENZE/PASSIVO CORREN	**80,60**		**80,50**		**76,30**		**79,70**		**80,20**		
CAPITALE NETTO TANGIBILE/DEBITI FINANZIARI	**71,10**		**78,60**		**75,80**		**74,00**		**79,10**		

Fonte: Mediobanca

Tav. 4.8 - Totale societa' industriali

	2009	2010	2011	2012	2013	%	
ATTIVITA'							
CASSA E BANCHE	22.310.863,00	23.026.260,00	22.863.215,00	39.115.570,00	29.825.092,00		
TITOLI A REDDITO FISSO	2.071.461,00	2.447.048,00	2.190.297,00	2.122.697,00	7.407.156,00		
DISPONIBILITA'	24.382.324,00	25.473.308,00	25.053.512,00	41.238.267,00	37.232.248,00		
RIMANENZE .....(A)	*98.364.320,00*	*103.966.444,00*	*110.592.901,00*	*109.266.522,00*	*111.227.566,00*		
CLIENTI	*123.421.420,00*	*132.172.292,00*	*139.769.734,00*	*139.878.410,00*	*138.792.195,00*		
FONDO SVALUTAZIONE RIMANENZE .....(B)	- *3.694.518,00*	- *3.596.234,00*	- *3.721.304,00*	- *3.938.113,00*	- *3.681.708,00*		
FONDO SVALUTAZIONE CREDITI	- *5.457.982,00*	- *5.645.691,00*	- *6.118.752,00*	- *6.484.922,00*	- *6.911.871,00*		
CIRCOLANTE	**212.633.240,00**	**226.896.811,00**	**240.522.579,00**	**238.721.897,00**	**239.426.182,00**	**67%**	
ALTRE ATTIVITA' CORRENTI	69.990.520,00	74.194.337,00	80.299.261,00	76.729.906,00	81.451.601,00	23%	
ATTIVO CORRENTE .....(C)	**307.006.084,00**	**326.564.456,00**	**345.875.352,00**	**356.690.070,00**	**358.110.031,00**		**48%**
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	151.221.273,00	154.554.498,00	153.866.196,00	154.298.562,00	153.489.177,00	39%	
PARTECIPAZIONI NETTE	140.982.402,00	149.994.775,00	153.201.045,00	163.144.616,00	167.315.559,00	43%	
ALTRE ATTIVITA' A M/L TERMINE	31.042.914,00	24.658.190,00	27.107.550,00	25.476.569,00	26.140.997,00	7%	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	42.115.502,00	41.958.077,00	42.593.625,00	43.595.851,00	43.143.997,00	11%	
ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO .....(D)	**365.362.091,00**	**371.165.540,00**	**376.768.416,00**	**386.515.598,00**	**390.089.730,00**		**52%**
TOTALE .....(C + D)	**672.368.175,00**	**697.729.996,00**	**722.643.768,00**	**743.205.668,00**	**748.199.761,00**		
PASSIVITA'							
DEBITI FINANZIARI A BREVE V/TERZI	*41.201.450,00*	*37.864.102,00*	*46.738.506,00*	*45.877.977,00*	*44.049.685,00*		
DEBITI FINANZ. A BREVE V/CONSOCIATE	*33.614.102,00*	*38.291.531,00*	*42.150.786,00*	*46.694.481,00*	*40.002.861,00*		
DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE	**74.815.552,00**	**76.155.633,00**	**88.889.292,00**	**92.572.458,00**	**84.052.546,00**	**29%**	
FORNITORI E CONSOCIATE	100.519.730,00	114.048.116,00	124.440.702,00	122.824.081,00	123.920.716,00	42%	
ALTRE PASSIVITA' CORRENTI	79.032.634,00	80.217.970,00	85.371.755,00	82.153.329,00	86.171.081,00	29%	
PASSIVO CORRENTE .....(E)	**254.367.916,00**	**270.421.719,00**	**298.701.749,00**	**297.549.868,00**	**294.144.343,00**	***62%***	**39%**
PRESTITI OBBLIGAZIONARI	32.027.717,00	3818941000%	40.034.265,00	5305113400%	60.941.037,00	45%	
DEBITI FINANZIARI V/BANCHE A M/L TERMINE	53.334.795,00	5101273900%	47.107.795,00	4286266900%	36.023.391,00	26%	
DEBITI FIN. V/CONSOCIATE A M/L TERMINE	35.420.234,00	2728412000%	26.896.707,00	2908771700%	30.987.286,00	23%	
ALTRI DEBITI FINANZIARI	8.800.341,00	839590200%	7.824.811,00	840480000%	8.527.038,00	6%	
DEBITI FINANZIARI A M/L TERMINE	**129.583.087,00**	**12488217100%**	**121.863.578,00**	**13340632000%**	**136.478.752,00**		
FONDI DEL PERSONALE	13.939.012,00	1318802600%	12.436.052,00	1356828100%	12.215.935,00		
FONDO OSCILLAZIONE CAMBI	-	0%	-	0%	-		
FONDI DIVERSI	26.017.244,00	2612777200%	28.036.751,00	2868834300%	29.425.530,00		
TOTALE PASSIVO A M/L TERMINE .....(F)	**169.539.343,00**	**16419796900%**	**162.336.381,00**	**17566294400%**	**178.120.217,00**	***38%***	**24%**
TOTALE PASSIVO	***423.907.259,00***	***434.619.688,00***	***461.038.130,00***	***473.212.812,00***	***472.264.560,00***		
CAPITALE SOCIALE	83.032.550,00	85.367.925,00	86.852.039,00	89.936.960,00	90.483.129,00		
RISERVE	150.684.592,00	155.595.447,00	163.429.148,00	163.649.715,00	173.027.508,00		
RISULTATO D'ESERCIZIO	14.743.774,00	22.146.936,00	11.324.451,00	16.406.181,00	12.424.564,00		
CAPITALE NETTO .....(G)	**248.460.916,00**	**263.110.308,00**	**261.605.638,00**	**269.992.856,00**	**275.935.201,00**		**37%**
TOTALE .....(E + F + G)	**672.368.175,00**	**697.729.996,00**	**722.643.768,00**	**743.205.668,00**	**748.199.761,00**		
-							
ATTIVO CORRENTE/PASSIVO CORRENTE	**120,70**	**120,80**	**115,80**	**119,90**	**121,70**		
ATTIVO CORRENTE-RIMANENZE/PASSIVO CORRENTE	**83,50**	**83,60**	**80,00**	**84,50**	**85,20**		
CAPITALE NETTO TANGIBILE/DEBITI FINANZIARI	**101,00**	**110,00**	**103,90**	**100,20**	**105,60**		

Tav. 4.9 - Societa' manifatturiere

	2009	2010	2011	2012	2013	%	
ATTIVITA'							
CASSA E BANCHE	16.224.864,00	16.102.223,00	16.066.183,00	18.423.502,00	16.096.311,00		
TITOLI A REDDITO FISSO	1.781.115,00	2.201.202,00	2.057.120,00	1.998.264,00	2.234.764,00		
DISPONIBILITA'	18.005.979,00	18.303.425,00	18.123.303,00	20.421.766,00	18.331.075,00		
RIMANENZE .....(A)	*81.284.699,00*	*83.689.854,00*	*87.965.644,00*	*87.621.576,00*	*89.314.815,00*		
CLIENTI	*86.750.660,00*	*91.958.007,00*	*94.539.775,00*	*91.214.424,00*	*88.788.276,00*		
FONDO SVALUTAZIONE RIMANENZE .....(B)	- *3.520.272,00*	- *3.429.583,00*	- *3.556.785,00*	- *3.805.211,00*	- *3.574.818,00*		
FONDO SVALUTAZIONE CREDITI	- *3.691.910,00*	- *3.712.370,00*	- *4.010.641,00*	- *4.321.902,00*	- *4.607.999,00*		
CIRCOLANTE	**160.823.177,00**	**168.505.908,00**	**174.937.993,00**	**170.708.887,00**	**169.920.274,00**	**71%**	
ALTRE ATTIVITA' CORRENTI	40.174.979,00	43.572.332,00	43.911.280,00	45.556.846,00	51.583.120,00	22%	
ATTIVO CORRENTE .....(C)	**219.004.135,00**	**230.381.665,00**	**236.972.576,00**	**236.687.499,00**	**239.834.469,00**		**56%**
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	65.729.289,00	65.842.346,00	65.824.500,00	65.552.302,00	65.536.540,00	35%	
PARTECIPAZIONI NETTE	68.320.546,00	73.241.499,00	75.071.703,00	78.127.213,00	80.429.106,00	43%	
ALTRE ATTIVITA' A M/L TERMINE	7.620.232,00	7.979.313,00	8.680.109,00	9.256.588,00	10.298.835,00	6%	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	25.200.336,00	26.340.384,00	27.368.619,00	28.948.497,00	28.721.099,00	16%	
ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO .....(D)	**166.870.403,00**	**173.403.542,00**	**176.944.931,00**	**181.884.600,00**	**184.985.580,00**		**44%**
TOTALE .....(C + D)	**385.874.538,00**	**403.785.207,00**	**413.917.507,00**	**418.572.099,00**	**424.820.049,00**		
PASSIVITA'							
DEBITI FINANZIARI A BREVE V/TERZI	*27.377.402,00*	*26.236.332,00*	*30.260.989,00*	*31.043.893,00*	*28.747.602,00*		
DEBITI FINANZ. A BREVE V/CONSOCIATE	*25.412.323,00*	*28.234.333,00*	*29.757.963,00*	*34.911.894,00*	*33.088.398,00*		
DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE	**52.789.725,00**	**54.470.665,00**	**60.018.952,00**	**65.955.787,00**	**61.836.000,00**	**30%**	
FORNITORI E CONSOCIATE	71.959.383,00	78.450.149,00	82.749.821,00	79.425.789,00	79.609.180,00	39%	
ALTRE PASSIVITA' CORRENTI	58.497.125,00	59.986.622,00	61.434.075,00	60.790.068,00	64.422.252,00	31%	
PASSIVO CORRENTE .....(E)	**183.246.233,00**	**192.907.436,00**	**204.202.848,00**	**206.171.644,00**	**205.867.432,00**	***75%***	**48%**
PRESTITI OBBLIGAZIONARI	3.463.464,00	411451400%	4.117.790,00	547711000%	6.161.997,00	14%	
DEBITI FINANZIARI V/BANCHE A M/L TERMINE	25.883.238,00	2543058300%	23.141.875,00	2050164900%	20.023.580,00	47%	
DEBITI FIN. V/CONSOCIATE A M/L TERMINE	12.917.769,00	1270585700%	12.127.019,00	1297521200%	13.816.691,00	32%	
ALTRI DEBITI FINANZIARI	3.282.069,00	331343600%	2.577.050,00	257529700%	2.810.717,00	7%	
DEBITI FINANZIARI A M/L TERMINE	**45.546.540,00**	**4556439000%**	**41.963.734,00**	**4152926800%**	**42.812.985,00**		
FONDI DEL PERSONALE	10.044.996,00	941485400%	8.935.545,00	884982400%	8.433.516,00		
FONDO OSCILLAZIONE CAMBI	-	0%	-	0%	-		
FONDI DIVERSI	14.327.931,00	1481230300%	17.349.849,00	1683638700%	16.775.013,00		
TOTALE PASSIVO A M/L TERMINE .....(F)	**69.919.467,00**	**6979154700%**	**68.249.128,00**	**6721547900%**	**68.021.514,00**	***25%***	**16%**
TOTALE PASSIVO	***253.165.700,00***	***262.698.983,00***	***272.451.976,00***	***273.387.123,00***	***273.888.946,00***		
CAPITALE SOCIALE	47.069.031,00	48.821.034,00	50.388.264,00	51.967.282,00	52.445.652,00		
RISERVE	82.538.688,00	82.150.494,00	86.594.006,00	89.167.242,00	93.767.986,00		
RISULTATO D'ESERCIZIO	3.101.119,00	10.114.696,00	4.483.261,00	4.050.452,00	4.717.465,00		
CAPITALE NETTO .....(G)	**132.708.838,00**	**141.086.224,00**	**141.465.531,00**	**145.184.976,00**	**150.931.103,00**		**36%**
TOTALE .....(E + F + G)	**385.874.538,00**	**403.785.207,00**	**413.917.507,00**	**418.572.099,00**	**424.820.049,00**		
-							
ATTIVO CORRENTE/PASSIVO CORRENTE	**119,50**	**119,40**	**116,00**	**114,80**	**116,50**		
ATTIVO CORRENTE-RIMANENZE/PASSIVO CORRENTE	**77,10**	**77,80**	**74,70**	**74,10**	**74,90**		
CAPITALE NETTO TANGIBILE/DEBITI FINANZIARI	**109,30**	**114,70**	**111,90**	**108,10**	**116,80**		

Tav. 4.10 - Societa' terzierie (o di servizi)

	2009	2010	2011	2012	2013	%	
ATTIVITA'							
CASSA E BANCHE	11.421.588,00	10.448.404,00	8.567.124,00	10.889.427,00	11.614.205,00		
TITOLI A REDDITO FISSO	4.489.200,00	4.784.441,00	4.088.973,00	2.989.918,00	4.662.125,00		
DISPONIBILITA'	15.910.788,00	15.232.845,00	12.656.097,00	13.879.345,00	16.276.330,00		
RIMANENZE .....(A)	*5.071.641,00*	*5.416.846,00*	*5.694.144,00*	*5.381.379,00*	*5.414.537,00*		
CLIENTI	*23.945.758,00*	*24.744.437,00*	*24.378.815,00*	*23.425.912,00*	*22.018.843,00*		
FONDO SVALUTAZIONE RIMANENZE .....(B)	- *233.909,00*	- *205.365,00*	- *200.877,00*	- *212.285,00*	- *192.003,00*		
FONDO SVALUTAZIONE CREDITI	- *2.504.487,00*	- *2.593.328,00*	- *2.805.899,00*	- *3.001.763,00*	- *2.976.028,00*		
CIRCOLANTE	**26.279.003,00**	**27.362.590,00**	**27.066.183,00**	**25.593.243,00**	**24.265.349,00**	**42%**	
ALTRE ATTIVITA' CORRENTI	17.016.137,00	15.822.429,00	14.573.687,00	16.848.372,00	16.604.618,00	29%	
ATTIVO CORRENTE .....(C)	**59.205.928,00**	**58.417.864,00**	**54.295.967,00**	**56.320.960,00**	**57.146.297,00**		**21%**
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	101.760.272,00	102.992.215,00	103.696.138,00	105.525.145,00	104.169.727,00	47%	
PARTECIPAZIONI NETTE	27.069.665,00	26.873.723,00	27.243.553,00	29.202.511,00	31.723.589,00	14%	
ALTRE ATTIVITA' A M/L TERMINE	9.683.724,00	8.762.697,00	8.157.541,00	7.726.094,00	7.723.014,00	4%	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	87.629.734,00	86.588.555,00	83.929.309,00	80.030.687,00	75.838.318,00	35%	
ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO .....(D)	**226.143.395,00**	**225.217.190,00**	**223.026.541,00**	**222.484.437,00**	**219.454.648,00**		**79%**
TOTALE .....(C + D)	**285.349.323,00**	**283.635.054,00**	**277.322.508,00**	**278.805.397,00**	**276.600.945,00**		
PASSIVITA'							
DEBITI FINANZIARI A BREVE V/TERZI	*8.379.577,00*	*11.755.088,00*	*12.740.961,00*	*11.201.246,00*	*13.670.230,00*		
DEBITI FINANZ. A BREVE V/CONSOCIATE	*17.502.429,00*	*15.621.078,00*	*14.161.862,00*	*18.040.702,00*	*20.144.897,00*		
DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE	**25.882.006,00**	**27.376.166,00**	**26.902.823,00**	**29.241.948,00**	**33.815.127,00**	**41%**	
FORNITORI E CONSOCIATE	31.284.998,00	31.239.728,00	32.243.283,00	31.064.321,00	28.693.730,00	35%	
ALTRE PASSIVITA' CORRENTI	19.201.577,00	18.184.029,00	19.140.402,00	21.626.210,00	20.279.970,00	24%	
PASSIVO CORRENTE .....(E)	**76.368.581,00**	**76.799.923,00**	**78.286.508,00**	**81.932.479,00**	**82.788.827,00**	***48%***	**30%**
PRESTITI OBBLIGAZIONARI	28.994.797,00	2767444400%	24.403.894,00	2804199500%	29.540.207,00	40%	
DEBITI FINANZIARI V/BANCHE A M/L TERMINE	25.429.045,00	2345656900%	23.611.057,00	2227485300%	19.936.054,00	27%	
DEBITI FIN. V/CONSOCIATE A M/L TERMINE	20.680.422,00	2021638300%	19.713.952,00	1957041700%	17.290.067,00	23%	
ALTRI DEBITI FINANZIARI	10.394.362,00	953102700%	10.208.486,00	871704100%	7.583.183,00	10%	
DEBITI FINANZIARI A M/L TERMINE	**85.498.626,00**	**8087842300%**	**77.937.389,00**	**7860430600%**	**74.349.511,00**		
FONDI DEL PERSONALE	6.156.653,00	577911900%	5.213.703,00	541081600%	5.112.301,00		
FONDO OSCILLAZIONE CAMBI	-	0%	-	0%	-		
FONDI DIVERSI	11.594.854,00	1164581100%	11.785.003,00	1207306200%	11.249.092,00		
TOTALE PASSIVO A M/L TERMINE .....(F)	**103.250.133,00**	**9830335300%**	**94.936.095,00**	**9608818400%**	**90.710.904,00**	***52%***	**33%**
TOTALE PASSIVO	***179.618.714,00***	***175.103.276,00***	***173.222.603,00***	***178.020.663,00***	***173.499.731,00***		
CAPITALE SOCIALE	62.542.760,00	62.647.830,00	63.850.334,00	64.090.174,00	64.596.548,00		
RISERVE	38.609.732,00	37.780.205,00	41.284.867,00	37.129.640,00	37.920.270,00		
RISULTATO D'ESERCIZIO	4.578.117,00	8.103.743,00	- 1.035.296,00	- 435.080,00	584.396,00		
CAPITALE NETTO .....(G)	**105.730.609,00**	**108.531.778,00**	**104.099.905,00**	**100.784.734,00**	**103.101.214,00**		**37%**
TOTALE .....(E + F + G)	**285.349.323,00**	**283.635.054,00**	**277.322.508,00**	**278.805.397,00**	**276.600.945,00**		
-							
ATTIVO CORRENTE/PASSIVO CORRENTE	**77,50**	**76,10**	**69,40**	**68,70**	**69,00**		
ATTIVO CORRENTE-RIMANENZE/PASSIVO CORRENTE	**71,20**	**69,30**	**62,30**	**62,40**	**62,70**		
CAPITALE NETTO TANGIBILE/DEBITI FINANZIARI	**16,30**	**20,30**	**19,20**	**19,20**	**25,20**		

Tav. 4.11 - Imprese di costruzione

	2009	2010	2011	2012	2013	%	
ATTIVITA'							
CASSA E BANCHE	1.136.443,00	962.961,00	1.291.132,00	1.759.335,00	1.251.532,00		
TITOLI A REDDITO FISSO	155.054,00	142.108,00	77.809,00	71.813,00	107.033,00		
DISPONIBILITA'	1.291.497,00	1.105.069,00	1.368.941,00	1.831.148,00	1.358.565,00		
RIMANENZE .....(A)	*7.918.627,00*	*8.914.189,00*	*9.971.072,00*	*8.184.879,00*	*8.718.618,00*		
CLIENTI	*4.375.072,00*	*4.351.522,00*	*4.792.457,00*	*4.956.074,00*	*5.629.218,00*		
FONDO SVALUTAZIONE RIMANENZE .....(B)	- *138.706,00*	- *123.201,00*	- *105.498,00*	- *52.335,00*	- *40.795,00*		
FONDO SVALUTAZIONE CREDITI	- *180.283,00*	- *142.835,00*	- *152.325,00*	- *170.124,00*	- *174.404,00*		
CIRCOLANTE	**11.974.710,00**	**12.999.675,00**	**14.505.706,00**	**12.918.494,00**	**14.132.637,00**	**80%**	
ALTRE ATTIVITA' CORRENTI	1.744.705,00	2.004.254,00	2.048.365,00	1.995.970,00	2.206.761,00	12%	
ATTIVO CORRENTE .....(C)	**15.010.912,00**	**16.108.998,00**	**17.923.012,00**	**16.745.612,00**	**17.697.963,00**		**71%**
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	1.767.929,00	1.799.271,00	1.786.859,00	1.980.411,00	1.965.741,00	27%	
PARTECIPAZIONI NETTE	1.545.182,00	1.921.692,00	2.153.232,00	3.022.077,00	4.275.781,00	59%	
ALTRE ATTIVITA' A M/L TERMINE	730.472,00	566.006,00	697.599,00	655.066,00	650.680,00	9%	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	253.409,00	346.468,00	342.260,00	347.365,00	404.862,00	6%	
ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO .....(D)	**4.296.992,00**	**4.633.437,00**	**4.979.950,00**	**6.004.919,00**	**7.297.064,00**		**29%**
TOTALE .....(C + D)	**19.307.904,00**	**20.742.435,00**	**22.902.962,00**	**22.750.531,00**	**24.995.027,00**		
PASSIVITA'							
DEBITI FINANZIARI A BREVE V/TERZI	*1.842.902,00*	*1.815.649,00*	*2.085.513,00*	*2.249.028,00*	*1.896.116,00*		
DEBITI FINANZ. A BREVE V/CONSOCIATE	*297.402,00*	*434.895,00*	*442.474,00*	*543.956,00*	*969.033,00*		
DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE	**2.140.304,00**	**2.250.544,00**	**2.527.987,00**	**2.792.984,00**	**2.865.149,00**	**20%**	
FORNITORI E CONSOCIATE	4.120.215,00	4.903.595,00	5.433.884,00	5.853.847,00	5.944.420,00	41%	
ALTRE PASSIVITA' CORRENTI	6.273.807,00	6.445.701,00	7.791.251,00	5.208.528,00	5.731.345,00	39%	
PASSIVO CORRENTE .....(E)	**12.534.326,00**	**13.599.840,00**	**15.753.122,00**	**13.855.359,00**	**14.540.914,00**	***75%***	**58%**
PRESTITI OBBLIGAZIONARI	7.000,00	820500%	10.240,00	143000%	1.111.994,00	25%	
DEBITI FINANZIARI V/BANCHE A M/L TERMINE	1.644.300,00	153379000%	1.275.718,00	158154700%	1.813.350,00	41%	
DEBITI FIN. V/CONSOCIATE A M/L TERMINE	518.354,00	59432400%	619.180,00	63382800%	644.595,00	15%	
ALTRI DEBITI FINANZIARI	164.286,00	17318200%	214.333,00	68776800%	802.192,00	18%	
DEBITI FINANZIARI A M/L TERMINE	**2.333.940,00**	**230950100%**	**2.119.471,00**	**290457300%**	**4.372.131,00**		
FONDI DEL PERSONALE	120.881,00	10522200%	96.624,00	9270900%	90.014,00		
FONDO OSCILLAZIONE CAMBI	-	0%	-	0%	-		
FONDI DIVERSI	458.565,00	40275300%	368.168,00	37731800%	385.917,00		
TOTALE PASSIVO A M/L TERMINE .....(F)	**2.913.386,00**	**281747600%**	**2.584.263,00**	**337460000%**	**4.848.062,00**	***25%***	**19%**
TOTALE PASSIVO	***15.447.712,00***	***16.417.316,00***	***18.337.385,00***	***17.229.959,00***	***19.388.976,00***		
CAPITALE SOCIALE	2.010.505,00	2.017.785,00	2.048.799,00	2.127.578,00	2.209.903,00		
RISERVE	1.549.099,00	1.883.053,00	2.243.247,00	2.599.434,00	2.727.693,00		
RISULTATO D'ESERCIZIO	300.588,00	424.281,00	273.531,00	793.560,00	668.455,00		
CAPITALE NETTO .....(G)	**3.860.192,00**	**4.325.119,00**	**4.565.577,00**	**5.520.572,00**	**5.606.051,00**		**22%**
TOTALE .....(E + F + G)	**19.307.904,00**	**20.742.435,00**	**22.902.962,00**	**22.750.531,00**	**24.995.027,00**		
-							
ATTIVO CORRENTE/PASSIVO CORRENTE	**119,80**	**118,40**	**113,80**	**120,90**	**121,70**		
ATTIVO CORRENTE-RIMANENZE/PASSIVO CORRENTE	**57,70**	**53,80**	**51,10**	**62,20**	**62,00**		
CAPITALE NETTO TANGIBILE/DEBITI FINANZIARI	**80,60**	**87,30**	**90,90**	**90,80**	**71,90**		

Tav. 4.12 – Esportazioni ed importazioni per settori di attivita' economica (mln euro)

	Esportazioni					Importazioni				
	2013	2014 I trim.	2014 II trim.	2014 III trim.	% (a)	2013	2014 I trim.	2014 II trim.	2014 III trim.	% (a)
A Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca	5.982	1.661	1.336	1.255	1,5	12.681	3.257	3.172	2.962	3,5
B Prodotti dell'estrazione di minerali da cave e miniere					0,3					16,5
C Prodotti delle attività manifatturiere					95,8					76,7
CA Prodotti alimentari, bevande e tabacco	*27.512*	*6.591*	*6.943*	*7.181*	*7,1*	*28.111*	*6.945*	*7.265*	*7.258*	*7,8*
CB Prodotti tessili, abbigliamento, pelli e accessori	*44.975*	*11.851*	*11.027*	*12.612*	*11,5*	*26.623*	*7.380*	*6.624*	*7.978*	*7,4*
CC Legno e prodotti in legno; carta e stampa	*7.775*	*1.948*	*2.045*	*1.956*	*2,0*	*9.213*	*2.361*	*2.424*	*2.300*	*2,6*
CD Coke e prodotti petroliferi raffinati	*16.366*	*3.506*	*3.476*	*3.652*	*4,2*	*12.205*	*2.354*	*2.881*	*2.658*	*3,4*
CE Sostanze e prodotti chimici	*25.521*	*6.462*	*6.637*	*6.363*	*6,5*	*34.734*	*8.985*	*8.863*	*8.220*	*9,6*
CF Articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici	*19.635*	*4.913*	*5.005*	*5.007*	*5,0*	*20.730*	*5.030*	*5.022*	*4.962*	*5,7*
CG Articoli in gomma e materie plastiche, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	*23.259*	*5.453*	*5.568*	*6.239*	*6,0*	*11.724*	*3.040*	*3.223*	*3.073*	*3,2*
CH Metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti	*45.543*	*12.531*	*11.861*	*12.027*	*11,7*	*35.239*	*9.204*	*9.430*	*8.390*	*9,8*
CI Computer, apparecchi elettronici e ottici	*12.308*	*3.513*	*2.985*	*3.033*	*3,2*	*22.872*	*5.276*	*5.348*	*5.095*	*6,3*
CJ Apparecchi elettrici	*20.237*	*5.315*	*4.846*	*5.064*	*5,2*	*12.936*	*3.368*	*3.404*	*3.369*	*3,6*
CK Macchine ed apparecchi n.c.a	*71.607*	*18.574*	*16.603*	*18.661*	*18,3*	*22.367*	*5.905*	*6.120*	*5.642*	*6,2*
CL Mezzi di trasporto	*37.236*	*8.564*	*8.563*	*10.587*	*9,5*	*29.543*	*7.726*	*8.432*	*7.109*	*8,2*
CM Prodotti delle altre attività manifatturiere	*21.857*	*5.682*	*5.031*	*5.634*	*5,6*	*10.488*	*2.705*	*2.853*	*2.746*	*2,9*
D Energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	274	66	129	44	0,1	2.286	580	338	365	0,6
E Prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti e risanamento	1.450	452	425	375	0,4	4.508	1.167	1.232	1.112	1,2

(a) Il valore delle quote è calcolato sul totale dei flussi di scambio con il resto del mondo per l'anno 2013 definitivo.

Fonte: Istat – Commercio estero

Tav. 4.13 - Esportazioni ed importazioni con i principali paesi esteri (mln di euro)

	Esportazioni					Importazioni				
	2013	2014 I trim.	2014 II trim.	2014 III trim.	% (a)	2013	2014 I trim.	2014 II trim.	2014 III trim.	% (a)
Paesi Ue:					**55,4**					**53,8**
Uem18	155.439	40.595	40.639	38.370	44,3	160.019	40.452	40.233	38.269	39,8
Polonia	9.390	2.435	2.558	2.447	1,8	6.632	1.754	1.884	1.659	2,4
Regno Unito	19.595	4.896	5.154	5.203	2,7	9.674	2.453	2.554	2.342	5,0
Repubblica ceca					1,2					1,1
Romania					1,4					1,5
Paesi extra Ue:					**44,6**					**46,2**
Paesi europei non Ue	50.615	11.253	11.659	11.847	12,1	43.779	10.361	11.007	9.142	13,0
Russia	*10.772*	*2.280*	*2.300*	*2.660*	*5,6*	*20.197*	*4.318*	*4.641*	*3.630*	*2,8*
Svizzera	*20.386*	*4.672*	*4.683*	*4.671*	*2,9*	*10.642*	*2.606*	*2.822*	*2.454*	*5,2*
Turchia	*10.085*	*2.213*	*2.458*	*2.366*	*1,5*	*5.506*	*1.432*	*1.481*	*1.296*	*2,6*
Africa settentrionale					5,3					3,8
Altri paesi africani					2,1					1,5
America settentrionale					3,6					7,7
Stati Uniti	*27.047*	*6.403*	*7.879*	*7.395*	*3,2*	*11.535*	*3.069*	*3.247*	*2.949*	*6,9*
America centro-meridionale					2,5					3,7
Medio Oriente					5,6					5,1
Altri paesi asiatici	9.843	2.467	2.702	2.517	12,8					9,5
Cina	*6.023*	*1.385*	*1.301*	*1.407*	*6,4*	*23.071*	*6.079*	*5.790*	*6.988*	*2,5*
Giappone	*2.971*	*690*	*724*	*736*	*0,7*	*2.566*	*693*	*672*	*658*	*1,5*
India	*23.419*	*5.139*	*5.806*	*5.499*	*1,1*	*3.974*	*979*	*988*	*1.087*	*0,8*
Oceania e altri territori	7.127	1.615	1.644	1.528	0,5					1,9
OPEC	13.967	3.665	3.821	3.734	8,1	29.214	5.186	5.212	5.231	6,0
Mercosur	6.777	1.680	1.826	1.686	1,3	4.532	960	1.261	1.170	1,8
EDA					1,7	6.123	1.604	1.597	1.558	3,6
ASEAN					1,8	6.572	1.756	1.729	1.754	1,7
Mondo			Settembre 2014		**100,0**					**100,0**

(a) Il valore delle quote è calcolato sul totale dei flussi di scambio con il resto del mondo per l'anno 2013 definitivo.
A partire dal 1° gennaio 2014 l'area Uem include anche la Lettonia (Uem18). La serie storica Uem18 è stata ricostruita per facilitare l'analisi dei dati.

Figure 1 Fonte: Istat – Commercio estero

Tav. 4.14 - Finanziamenti per cassa, per comparto di attivita' economica e classi di fido accordato

	quota di fido globale accordata dalla prima banca				numero medio di banche per affidato			
	TOTALE ATECO AL NETTO DELLA SEZ. U	ATTIVITA' INDUSTRIALI	SERVIZI	COSTRUZIONI	TOTALE ATECO AL NETTO DELLA SEZ. U	ATTIVITA' INDUSTRIALI	SERVIZI	COSTRUZIONI
DA 30.000 A < 75.000 EURO	98,22	98,38	98,09	98,61	1,05	1,05	1,05	1,04
DA 75.000 A < 125.000 EURO	89,59	88,53	89,42	91,23	1,28	1,3	1,28	1,25
DA 125.000 A < 250.000 EURO	83,06	79,77	83,44	85,5	1,54	1,64	1,53	1,47
DA 250.000 A < 500.000 EURO	76,76	70,68	77,93	80,77	1,9	2,11	1,86	1,75
DA 500.000 A < 1.000.000 EURO	71,07	62,02	72,94	77,94	2,34	2,74	2,27	2,03
DA 1.000.000 A < 2.500.000 EURO	66,21	55,01	68,35	76,82	2,94	3,57	2,82	2,35
DA 2.500.000 A < 5.000.000 EURO	61,16	49,3	63,45	74,53	3,78	4,64	3,63	2,83
DA 5.000.000 A < 25.000.000 EURO	51,87	40,87	55,57	68,37	5,26	6,43	4,88	3,73
>= 25.000.000 EURO	37,5	30,42	41,6	46,87	8,33	9,65	7,44	6,49
TOTALE CLASSI DI GRANDEZZA COMPRESO LO 0	51,54	40,34	55,17	66,72	1,9	2,5	1,73	1,72

rilevazione del 30/06/2014

Fonte: Elaborato su Segnalazioni di Vigilanza B.I

Tav. 4.15 – Derivati finanziari. Distribuzione per comparti di attivita' economica della clientela

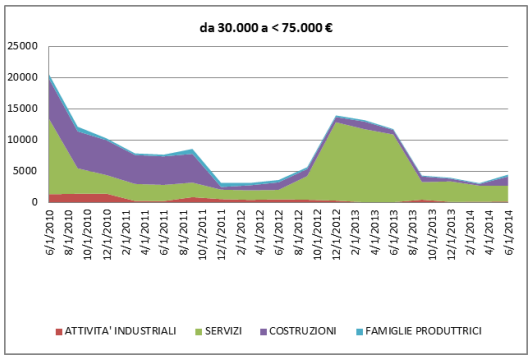
	Società non finanziarie														Famiglie produttrici (a)	
	Attività industriale				Servizi				Costruzioni				Totale ATECO al netto della sezione U			
	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	Numero di affidati	Valore intrinseco
DATA																
30/09/2014	7469	2.198.629,00	*39%*	*35%*	9153	3.238.281,00	*48%*	*51%*	1751	785.656,00	*9%*	*12%*	19149	6.370.556,00	1782	63.545,00
30/06/2014	8091	2.005.056,00	*39%*	*32%*	10172	3.258.228,00	*48%*	*52%*	1925	865.859,00	*9%*	*14%*	20980	6.262.354,00	1927	58.625,00
31/03/2014	8716	1.989.319,00	*38%*	*33%*	11156	3.218.263,00	*49%*	*53%*	2118	780.786,00	*9%*	*13%*	22800	6.106.757,00	2072	55.667,00
31/12/2013	8983	1.814.968,00	*38%*	*32%*	11663	3.102.439,00	*49%*	*55%*	2211	645.695,00	*9%*	*11%*	23645	5.659.837,00	2158	49.170,00
30/09/2013	8920	1.933.797,00	*38%*	*33%*	11587	3.190.484,00	*49%*	*54%*	2311	726.437,00	*10%*	*12%*	23567	5.949.906,00	2199	49.557,00
30/06/2013	8714	1.918.801,00	*37%*	*32%*	11403	3.260.684,00	*49%*	*54%*	2395	755.581,00	*10%*	*13%*	23260	6.036.232,00	2158	50.639,00
31/03/2013	8930	2.355.088,00	*38%*	*33%*	11450	3.762.590,00	*48%*	*52%*	2491	925.426,00	*11%*	*13%*	23641	7.173.554,00	2260	63.297,00
31/12/2012	9496	2.695.384,00	*37%*	*32%*	12600	4.563.638,00	*49%*	*54%*	2637	1.112.456,00	*10%*	*13%*	25520	8.521.809,00	2278	79.467,00
30/09/2012	9640	2.749.163,00	*37%*	*32%*	12729	4.550.906,00	*49%*	*53%*	2782	1.130.526,00	*11%*	*13%*	25928	8.578.928,00	2316	80.021,00
30/06/2012	9667	2.591.386,00	*37%*	*31%*	12750	4.513.529,00	*49%*	*55%*	2884	1.017.518,00	*11%*	*12%*	26069	8.259.389,00	2330	74.840,00
31/03/2012	10070	2.298.278,00	*37%*	*30%*	13473	4.279.980,00	*49%*	*56%*	3086	887.974,00	*11%*	*12%*	27372	7.587.176,00	2420	67.006,00
31/12/2011	10045	2.328.876,00	*37%*	*32%*	13396	4.039.145,00	*49%*	*55%*	3255	862.555,00	*12%*	*12%*	27419	7.342.423,00	2567	67.615,00
30/09/2011	10276	2.172.696,00	*36%*	*31%*	13826	4.016.140,00	*49%*	*56%*	3408	810.413,00	*12%*	*11%*	28215	7.115.685,00	2702	63.019,00
30/06/2011	10276	1.385.585,00	*36%*	*29%*	14226	2.948.007,00	*50%*	*61%*	3364	444.904,00	*12%*	*9%*	28499	4.846.742,00	2387	41.506,00
31/03/2011	10466	1.411.748,00	*36%*	*29%*	14500	2.994.627,00	*50%*	*61%*	3422	433.621,00	*12%*	*9%*	28985	4.901.006,00	2464	34.337,00
31/12/2010	10542	1.745.002,00	*35%*	*29%*	14824	3.500.618,00	*50%*	*59%*	3804	586.658,00	*13%*	*10%*	29795	5.915.944,00	2671	51.781,00
30/09/2010	11318	2.372.905,00	*36%*	*30%*	15751	4.697.449,00	*50%*	*59%*	4055	791.432,00	*13%*	*10%*	31786	7.979.318,00	2823	75.854,00
30/06/2010	11271	2.541.443,00	*36%*	*32%*	15602	4.461.963,00	*49%*	*56%*	4173	794.776,00	*13%*	*10%*	31716	7.914.214,00	3081	80.761,00

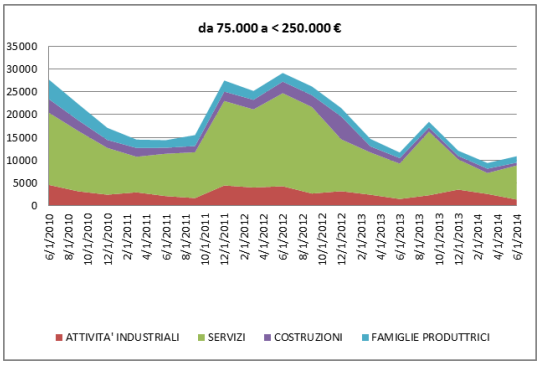
(a) fanno parte di questo settore le società semplici, le società di fatto, e le imprese individuali con un numero di addetti fino a cinque unità

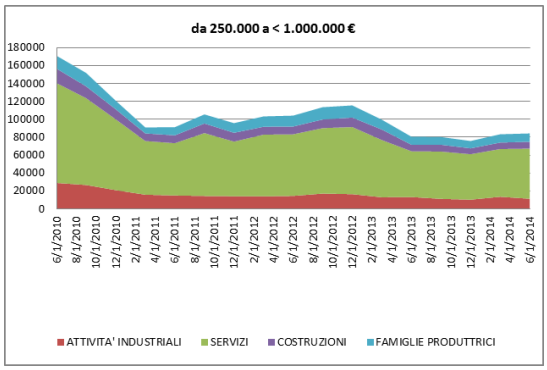
Fonte: Elaborato su Segnalazioni di Vigilanza B.I

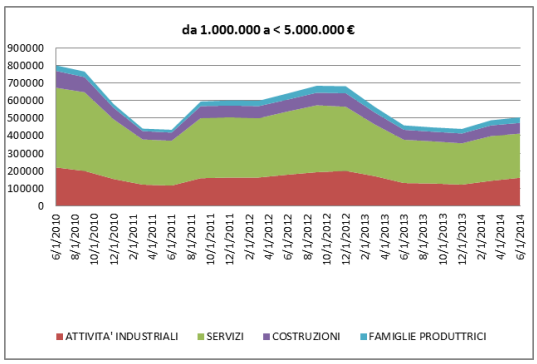
Derivati finanziari per comparto di attivita' della clientela e classe di grandezza del fido globale accordato

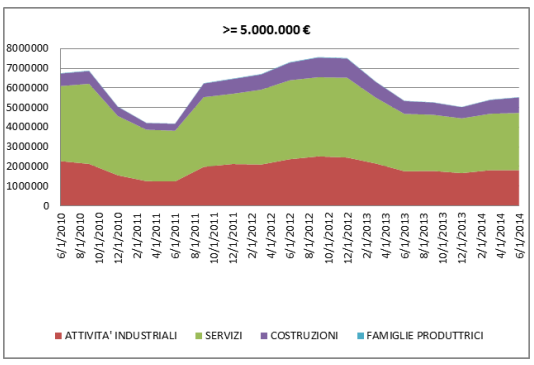
Valore instrinseco



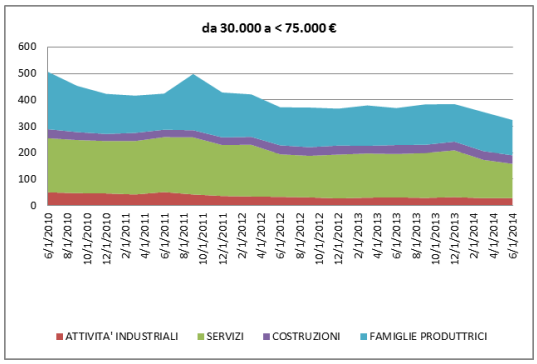


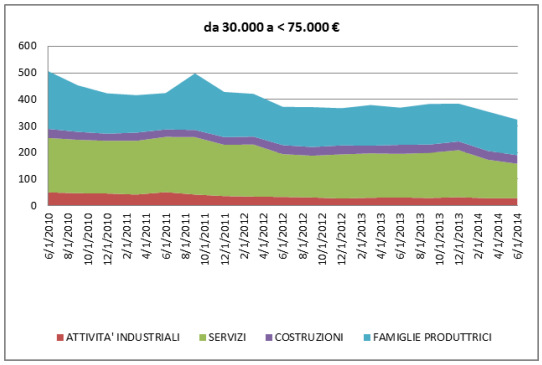


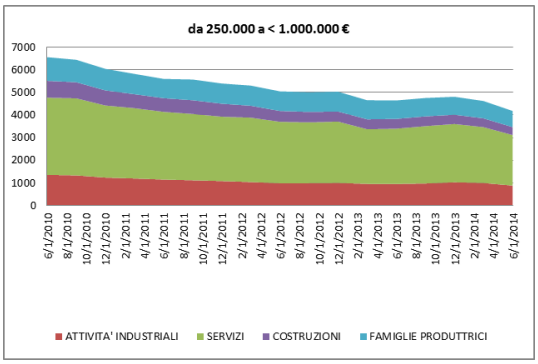


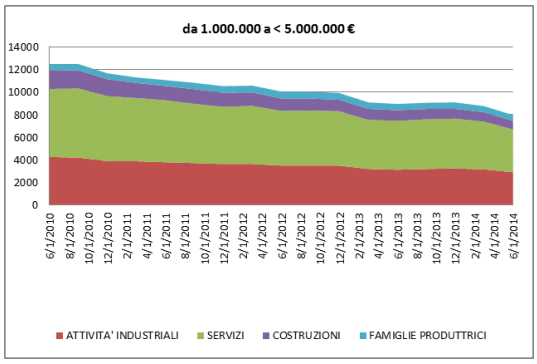


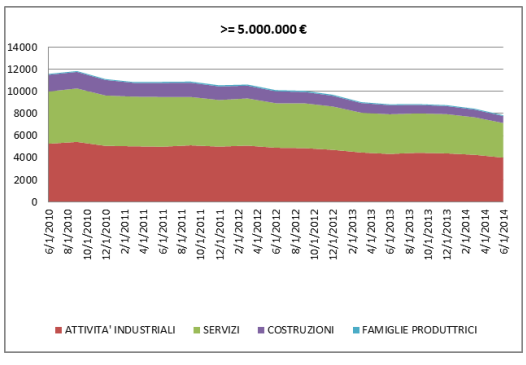
Numero di affidati









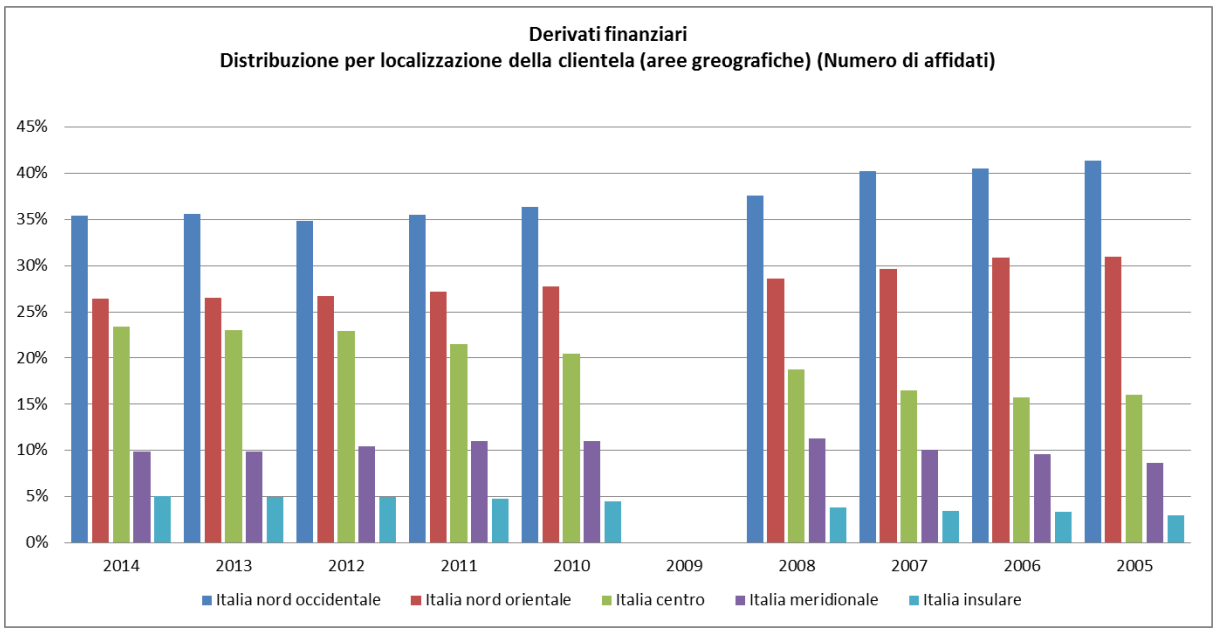


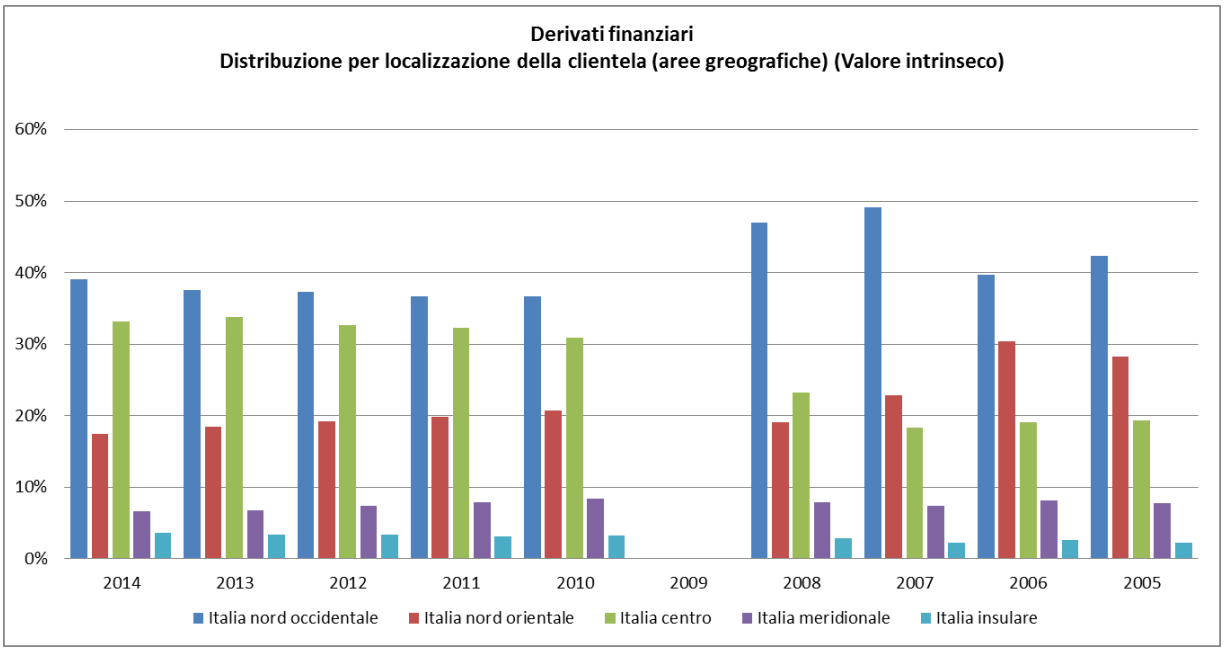
Tav. 4.16 – Derivati finanziari. Distribuzione per localizzazione della clientela (aree geografiche)

	Totale nazionale		Italia nord occidentale				Italia nord orientale				Italia centro				Italia meridionale				Italia insulare			
	Numero di affidati	Valore intrinseco	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%	Numero di affidati	Valore intrinseco	%	%
DATA																						
30/06/2014	22.907	6.320.979,00	8049	2.472.452,00	*35%*	*39%*	6069	1.101.670,00	*26%*	*17%*	5357	2.105.922,00	*23%*	*33%*	2268	408.020,00	*10%*	*6%*	1164	232.915,00	*5%*	*4%*
31/03/2014	24.872	6.162.425,00	8850	2.403.115,00	*36%*	*39%*	6535	1.074.206,00	*26%*	*17%*	5803	2.042.106,00	*23%*	*33%*	2447	418.199,00	*10%*	*7%*	1237	224.798,00	*5%*	*4%*
31/12/2013	25.803	5.709.006,00	9309	2.166.690,00	*36%*	*38%*	6728	1.004.941,00	*26%*	*18%*	5962	1.960.773,00	*23%*	*34%*	2537	375.512,00	*10%*	*7%*	1267	201.090,00	*5%*	*4%*
30/09/2013	25.766	5.999.463,00	9358	2.277.044,00	*36%*	*38%*	6784	1.089.014,00	*26%*	*18%*	5868	2.015.863,00	*23%*	*34%*	2507	405.765,00	*10%*	*7%*	1249	211.777,00	*5%*	*4%*
30/06/2013	25.418	6.086.871,00	9097	2.280.087,00	*36%*	*37%*	6706	1.123.190,00	*26%*	*18%*	5856	2.076.285,00	*23%*	*34%*	2502	413.029,00	*10%*	*7%*	1257	194.281,00	*5%*	*3%*
31/03/2013	25.901	7.236.851,00	8900	2.662.454,00	*34%*	*37%*	7054	1.415.281,00	*27%*	*20%*	6026	2.403.785,00	*23%*	*33%*	2610	515.423,00	*10%*	*7%*	1311	239.908,00	*5%*	*3%*
31/12/2012	27.798	8.601.275,00	9618	3.256.369,00	*35%*	*38%*	7477	1.630.010,00	*27%*	*19%*	6433	2.786.621,00	*23%*	*32%*	2848	625.454,00	*10%*	*7%*	1422	302.821,00	*5%*	*4%*
30/09/2012	28.244	8.658.949,00	9839	3.277.841,00	*35%*	*38%*	7577	1.669.541,00	*27%*	*19%*	6473	2.742.951,00	*23%*	*32%*	2925	661.623,00	*10%*	*8%*	1430	306.992,00	*5%*	*4%*
30/06/2012	28.399	8.334.229,00	9922	3.049.946,00	*35%*	*37%*	7544	1.613.524,00	*27%*	*19%*	6527	2.788.940,00	*23%*	*33%*	2982	604.745,00	*11%*	*7%*	1424	277.073,00	*5%*	*3%*
31/03/2012	29.792	7.654.181,00	10458	2.816.914,00	*35%*	*37%*	7956	1.467.612,00	*27%*	*19%*	6738	2.535.021,00	*23%*	*33%*	3189	577.440,00	*11%*	*8%*	1451	257.194,00	*5%*	*3%*
31/12/2011	29.986	7.410.039,00	10496	2.758.935,00	*35%*	*37%*	8047	1.484.297,00	*27%*	*20%*	6678	2.360.908,00	*22%*	*32%*	3264	564.861,00	*11%*	*8%*	1501	241.037,00	*5%*	*3%*
30/09/2011	30.917	7.178.704,00	10890	2.672.767,00	*35%*	*37%*	8398	1.441.194,00	*27%*	*20%*	6721	2.267.921,00	*22%*	*32%*	3399	560.850,00	*11%*	*8%*	1509	235.972,00	*5%*	*3%*
30/06/2011	30.886	4.888.248,00	11137	1.790.503,00	*36%*	*37%*	8337	957.958,00	*27%*	*20%*	6532	1.604.375,00	*21%*	*33%*	3444	387.460,00	*11%*	*8%*	1436	147.952,00	*5%*	*3%*
31/03/2011	31.449	4.935.342,00	11271	1.770.449,00	*36%*	*36%*	8683	982.861,00	*28%*	*20%*	6565	1.627.028,00	*21%*	*33%*	3508	405.194,00	*11%*	*8%*	1422	149.810,00	*5%*	*3%*
31/12/2010	32.466	5.967.726,00	11746	2.181.123,00	*36%*	*37%*	8886	1.231.743,00	*27%*	*21%*	6722	1.872.791,00	*21%*	*31%*	3605	490.734,00	*11%*	*8%*	1507	191.335,00	*5%*	*3%*
30/09/2010	34.609	8.055.171,00	12652	2.968.313,00	*37%*	*37%*	9681	1.657.038,00	*28%*	*21%*	6992	2.488.278,00	*20%*	*31%*	3769	678.583,00	*11%*	*8%*	1515	262.959,00	*4%*	*3%*
30/06/2010	34.797	7.994.975,00	12651	2.950.925,00	*36%*	*37%*	9724	1.675.259,00	*28%*	*21%*	7106	2.436.742,00	*20%*	*30%*	3806	674.358,00	*11%*	*8%*	1510	257.693,00	*4%*	*3%*
31/03/2010	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.		
2009	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.		
31/12/2008	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.			N.D.	N.D.		
30/09/2008	23.315,00	3.962,67	8.034,00	1.979,78	*34%*	*50%*	6.933,00	683,81	*30%*	*17%*	4.584,00	915,72	*20%*	*23%*	2.805,00	303,60	*12%*	*8%*	959,00	79,76	*4%*	*2%*
30/06/2008	20.822,00	4.553,45	7.942,00	2.072,83	*38%*	*46%*	5.877,00	933,93	*28%*	*21%*	3.936,00	1.025,41	*19%*	*23%*	2.286,00	373,44	*11%*	*8%*	781,00	147,85	*4%*	*3%*
31/03/2008	36.321,00	5.640,13	14.529,00	2.565,75	*40%*	*45%*	10.118,00	1.100,00	*28%*	*20%*	6.411,00	1.352,62	*18%*	*24%*	3.924,00	440,72	*11%*	*8%*	1.339,00	181,05	*4%*	*3%*
31/12/2007	32.231,00	5.014,77	13.043,00	2.558,55	*40%*	*51%*	9.212,00	1.010,60	*29%*	*20%*	5.398,00	932,12	*17%*	*19%*	3.400,00	377,68	*11%*	*8%*	1.178,00	135,82	*4%*	*3%*
30/09/2007	34.580,00	5.295,38	13.899,00	2.705,16	*40%*	*51%*	10.066,00	1.063,58	*29%*	*20%*	5.830,00	1.010,09	*17%*	*19%*	3.557,00	389,73	*10%*	*7%*	1.228,00	126,82	*4%*	*2%*
30/06/2007	31.135,00	4.651,75	12.395,00	2.159,00	*40%*	*46%*	9.566,00	1.126,99	*31%*	*24%*	5.035,00	907,95	*16%*	*20%*	3.064,00	365,10	*10%*	*8%*	1.075,00	92,70	*3%*	*2%*
31/03/2007	39.347,00	4.226,44	15.933,00	2.027,04	*40%*	*48%*	11.847,00	1.141,40	*30%*	*27%*	6.442,00	680,41	*16%*	*16%*	3.841,00	285,92	*10%*	*7%*	1.284,00	91,67	*3%*	*2%*
31/12/2006	40.146,00	3.534,29	16.301,00	1.376,02	*41%*	*39%*	12.101,00	1.055,71	*30%*	*30%*	6.415,00	707,56	*16%*	*20%*	3.963,00	303,66	*10%*	*9%*	1.366,00	91,35	*3%*	*3%*
30/09/2006	42.325,00	3.645,03	17.169,00	1.439,61	*41%*	*39%*	12.846,00	1.075,46	*30%*	*30%*	6.731,00	729,74	*16%*	*20%*	4.171,00	298,39	*10%*	*8%*	1.408,00	101,83	*3%*	*3%*
30/06/2006	41.907,00	3.773,64	16.739,00	1.501,02	*40%*	*40%*	13.261,00	1.192,15	*32%*	*32%*	6.464,00	676,25	*15%*	*18%*	4.050,00	304,94	*10%*	*8%*	1.393,00	99,29	*3%*	*3%*
31/03/2006	44.320,00	3.812,04	18.127,00	1.558,85	*41%*	*41%*	13.872,00	1.173,76	*31%*	*31%*	6.907,00	700,47	*16%*	*18%*	3.983,00	289,21	*9%*	*8%*	1.431,00	89,75	*3%*	*2%*
31/12/2005	45.759,00	3.925,02	18.715,00	1.616,66	*41%*	*41%*	14.182,00	1.134,68	*31%*	*29%*	7.228,00	791,51	*16%*	*20%*	4.132,00	291,40	*9%*	*7%*	1.502,00	90,77	*3%*	*2%*
30/09/2005	44.826,00	4.160,43	18.598,00	1.793,41	*41%*	*43%*	13.969,00	1.178,47	*31%*	*28%*	7.075,00	790,28	*16%*	*19%*	3.895,00	312,54	*9%*	*8%*	1.289,00	85,73	*3%*	*2%*
30/06/2005	43.376,00	4.771,34	18.091,00	2.027,20	*42%*	*42%*	13.137,00	1.321,70	*30%*	*28%*	7.162,00	954,94	*17%*	*20%*	3.701,00	359,23	*9%*	*8%*	1.285,00	108,27	*3%*	*2%*
31/03/2005	45.315,00	4.479,77	18.686,00	1.908,25	*41%*	*43%*	14.272,00	1.270,94	*31%*	*28%*	7.322,00	819,55	*16%*	*18%*	3.768,00	378,67	*8%*	*8%*	1.267,00	102,36	*3%*	*2%*

Fonte: Elaborato su Segnalazioni di Vigilanza B.I. SETTORI E COMPARTI DI ATTIVITA' ECONOMICA DELLA CLIENTELA: Imprese e famiglie produttrici - FIDO GLOBALE ACCORDATO (CLASSI DI GRANDEZZA): totale (>=0)

Derivati finanziari per area geografica della clientela





Bibliografia

Accetturo A., Bassatetti A., Bugamelli M., Faiella I., Finaldi Russo P., Franco D., Giacomelli S., Omiccioli M., *Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi*, Banca d'Italia: Questioni di Economia e Finanza, no. 139, 2013.

Adler M., Dumas B., *Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement*, Financial Management, vol. 13, no. 2, pp. 41-50, 1984.

Allayanis G., Weston J.P.,*The Use of Foreign Exchange Derivatives and Firm Market value*, The Review of Financial Studies, vol. 14, no. 1, pp. 243-276, 2001.

Alviunessen A., Jankensgard H., *Enterprise Risk Budgeting: Bringing Risk Management Into the Financial Planning Process*, Journal of Applied Finance, vol. 19, no. 2, pp. 178-190, 2009.

Asquith P., Mullins D.W., *Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*, Financial Management, vol. 15, pp. 27-44, 1986.

Baker M., Wurgler J., *Market Timing and Capital Structure*, Journal of Finance, vol. 57, no. 1, pp. 1-32, 2002.

Bakker A., Kloosterhof S., *Tax Risk Management: From Risk to Opportunity*, IBFD Book, 2010.

Banca d'Italia, *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2012*, Banca d'Italia, 2013.

Beaver W.H., Parker G., *Risk management: problems and solutions*, New York, McGraw-Hill, 1995.

Berg H.P., *Risk Management: procedures, methods and experiences*, RT&A, vol. 1, no. 2(17), 2010.

Bertinetti G.S., Cavezzali E., Gardenal G., *The Effect of the enterprise risk management on the firm value of European companies*, Working Paper, Università Ca' Foscari, no. 10/2013, 2013.

Bianchi T., Frasca F.M, Faroni M., Gorno Tempini G., *Recenti sviluppi e prospettive di crescita del mercato dei derivati finanziari*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, 2005.

Bison G., Pellizzon L., Sartore D., *La copertura dei rischi finanziari nelle imprese non finanziarie italiane attraverso gli strumenti derivati*, Moneta e Credito, vol. 56, no. 217, pp. 55-75, 2002.

Black A., Wright P., Bachman J.E., *In search of shareholder value: managing the drivers of performance*, London, Financial Times Pitman Publishing, 1998.

Black F., Sholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, vol. 81, no. 3, pp. 637-654, 1973.

Block S.B., Gallagher R.J., *The use of Interest Rate Futures and Options by Corporate Financial Managers*, New Developments in Financial Management, pp. 73-78, 1986.

Bodnar G.M., Consolandi C., Gabbi G., Jaiswal-Dale A., *A Survey on Risk Management and Usage of Derivatives by Non-Financial Italian Firms*, CAREFIN Researck Paper, no. 7/08, 2008.

Bodnar G.N., Gebhardt G., *Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey*, NBER Working Paper, no. 6705, 1998.

Boot A.W.A., *Relationship Banking: What Do We Know?*, Journal of Financial Intermediation, vol. 9, no. 1, pp. 7–25, 2000.

Brealey R., Myers S., Allen F., *Principles of corporate finance*, New York, McGraw-Hill/Irwin, 10^ ed., 2011.

Brodeur A., Buehler K., Patsalos-Fox M., Pergler M., *A Board Perspective on Enterprise Risk Management*, McKinsey Working Papers on Risk, no. 18, 2010.

Brown G.W., Chew D.H, *Corporate risk : strategies and management*, London, Risk books, 1999.

Cafferata R., *Finanza e industria in Italia : ripensare la corporate governance e i rapporti tra banche, imprese e risparmiatori per lo sviluppo della competitività*, Bologna, Il Mulino, 2007.

Capoto Nasetti, F., Carpenzano G., Giordano G., *I derivati di credito : aspetti civilistici, contabili e fiscali*, Milano, Giuffrè, 2001.

Caselli S., *PMI e sistema finanziario : comportamento delle imprese e strategia delle banche*, Milano, EGEA, 2003.

Cebenoyan S., Strahan P.E., *Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks*, The Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, 2001.

Centre For Entrepreneurship, Smes And Local Development, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard 2013.*

Cirio F.E., *Guida pratica ai futures su indici azionari*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1992.

Chang K., Einchcomb S., *Using options to improve portfolio risk/returns*, Paper - The Royal Bank of Scotland, 2013.

Chorafas D.N., *Managing derivatives risk: establishing systems and controls*, Chicago, Irwin, 1995.

Collins J.M., Ruefli T.W., *Strategic risk: a state-defined approach*, Kluwer Academic Publishers, 1996.

Commission Staff Working Paper, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Brussels, 2009.

CONSOB, *Rapporto 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, no. 3, dicembre 2014.

CONSOB, *Risk outlook*, no. 8 , 2014.

CONSOB, *Bollettino Statistico*, no.5, settembre 2014.

Culp C.L., Miller M.H., Neves A.M.P., *Value At Risk: Uses And Abuses*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 10, no. 4, pp. 26-38, 1998.

Conte C., *L'esposizione dell'impresa ai rischi finanziari : corporate financial risk exposure*, Milano, EGEA, 1996.

Corbetta G., *Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane*, 6^ ed., 4 dicembre 2014.

CoSo, *La gestione del rischio aziendale : ERM, Enterprise risk management: un modello di riferimento e alcune tecniche applicative*, ed. italiana Associazione Italiana Internal Auditors e PricewaterhouseCoopers, Milano, Il sole 24 ore, 2006.

Dass N., Massa M., T*he Bank-Firm Relationship: A Trade-off Between Better Governance and Greater Information Asymmetry*, EFA 2007 Ljubljana Meetings, 2006.

Day G.S, Reibstein D.J., *La strategia competitiva dinamica : il modello della Wharton School*, Milano, McGraw-Hill, (Trad. di Roberto Merlini), 1998.

De Biasi P., *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000.

Deloach J.W., *Enterprise-wide risk management: strategies for linking risk and opportunity*, London, Arthur Andersen Prentice-Hall, 2000.

DeMarzo P.M., Duffie D., *Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting*, The Review of Financial Studies, vol. 8, no. 3, pp. 743-771, 1995.

Dornbusch R., *Purchasing Power Parity*, NBER Working Paper, no.1591, 1985.

Drucker P.F., *An Introductory view of Management, American abridged version of management: task, responsibilities, practices*, New York, Harper & Row, 1977.

Dubofsky D.A., Miller T.W., *Derivatives: valuation and risk management*, New York, Oxford University Press, 2003.

Facile E., *La gestione dei rischi finanziari nell'azienda industriale: controllo e gestione strategica dei rischi di cambio, di interesse e di materie prime. Valenza competitiva, tecniche di gestione e misurazione dei risultati*, Milano, Il Sole 24 Ore Libri, 1996.

Faissola C., *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati*, Audizione del Presidente dell'ABI, 2007.

Fama E. F., *Efficient Capital markets. A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol. 25, pp. 383-417, 1970.

Farting D.J., *Introduction to the identification of risk*, in R.I. Carter, G.N. Crockford, N.A. Doherty a cura di Handbook of risk management, Londra, Kluwer Handbooks, 1974-84.

Fender I., *Corporate hedging: the impact of financial derivatives on the broad credit channel of monetary policy*, Bank for International Settlements - Monetary and Economic Department - Basel, Switzerland, Working Paper, no. 94, 2000.

Fisher I., *The Rate of Interest: Its Nature, Determination, and Relation to Economic Phenomena*, New York, The MacMillan Company, 1907.

Forestieri G., *Mercati finanziari per le piccole e medie imprese*, EGEA, 1993.

Frasca F.M., *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, Camera dei Deputati, 6° Commissione Finanze, 16 dicembre 2004.

Freeman R.E., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984.

Frenkel M., Hommel U., Rudolf M., *Risk management: challenge and opportunity*, Berlin, Springer, 2000.

Froot K.A., *Currency Hedging Over Long Horizons*, Harvard and NBER Working Paper, no. 4355, 1993.

Froot K.A., Scharfstein D.S., Stein J.C., *Risk Management: Coordinating corporate investment and financing policies*, Journal of Finance, vol. 48, no, 5, pp. 1629-1658, 1993.

Gandini G., *Market-Driven Management and Relations between Banks and Corporations*, Symphonya. Emerging Issues in Management, no. 2, 2009.

Gaven J.R., MacMinn R.D., *The Underinvestment Problem, Bond Covenants and Insurance*, Journal of Risk and Insurance, vol. 60, no. 4, pp. 635-646, 1993.

Gay G.D., Nam J., *The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use*, Financial Management, vol. 27, no. 4, pp. 53 – 69, 1998.

Géczy C., Minton B.A., Schrand C., *Why firms use currency derivatives?*, Journal of Finance, vol. 52, no. 4, pp. 1323-1354, 1997.

Giordano L., Siciliano G., *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati*, Consob, Quaderni di finanza, no.74, 2013

Giorgino M., Travaglini F., *Il risk management nelle imprese italiane. Come progettare e costruire sistemi e soluzioni per la gestione dei rischi d'impresa*, Il Sole 24 Ore, 2008.

Girino E., *I contratti derivati*, Milano, Giuffré Editore, 2001.

Graham J.R., Roger D.A., *Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?*, Journal of Finance, vol. 57, no. 2, pp. 815-839, 2002.

Graziano M., *Le imprese italiane e gli strumenti derivati*, Banca d'Italia: Questioni di Economia e Finanza, Ottobre 2012.

Grossman S.J., Hart O.D., *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, Journal of the Econometric Society, vol. 51, no.1, pp. 7-45, 1983.

Gruppo 24 Ore, *PMI senza capitale*, in L'impresa, no.6, pp.54-56, 2014.

Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via Europea*, Milano, EGEA, 1991.

Halov N., Heider F., *Capital structure, risk and asymmetric information*, Journal of Finance, vol. 1, no. 4, pp. 767-809, 2011.

Harris M., Raviv A., *The theory of capital structure*, Journal of Finance, vol.46, pp. 297-356, 1991.

Haushalter G.D., *Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers*, Journal of Finance, vol. 55, no. 1, pp. 107-152, 2000.

Heath R., *Crisis management: for managers and executives: business crises the definitive handbook to reduction, readiness, response and recovery*, London, Financial Times Pitman Publishing, 1998.

Hull J., *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, Pearson-Prentice Hall, 8^ ed. italiana, 2012.

Hussain A., *Managing operational risk in financial markets*, Oxford, Butterworth, 2000.

Il Sole 24 Ore Formazione, *Risk management e prodotti derivati*, Milano: Il Sole 24 Ore, 2008.

Ingersoll J.E. jr., *Theory of Financial Decision Making*, Totowa (New Jersey), Rowman & Littlefiel Publishers, 1987.

ISDA, *Margin Survey 2013*, 2013.

ISDA, *OTC Derivatives Market Analysis Year-End 2012*, 2013.

ISO/FDIS 31000, *Risk management - Principles and guidelines*, 2009.

Jensen M.C., Meckling W.H, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 4, pp. 305-360, 1976.

Jorion P., *Asset Allocation with Hedged and Un-hedged Foreign Assets*, Journal of Portfolio Management, vol. 15, no. 4, pp. 49-54, 1989.

King J.L., *Operational risk: measurement and modeling*, Chichester, J. Wiley & Sons, 2001.

Kip Viscusi W., *Rational risk policy, Oxford*, Clarendon press, 1998.

Knight F.H., *Risk, Uncertainty and profit*, New York, Houghton Mifflin, 1921.

KPMG Advisory Spa, *Enterprise Risk Management in Italia*, Discussion Paper, 2010.

Lam J., *Enterprise risk management: from incentives to controls*, Hoboken, Wiley, 2003.

Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, Journal of Finance, vol. 53, no. 4, pp. 1213-1243, 1998.

Lettau M.M., Ludvigson S.C., Wachter J.A., *The Declining Equity Premium: What Role Does Macroeconomic Risk Play?*, Society for Financial Studies, vol. 21, no.4, pp. 1653-1687, 2008.

Liebenberg A.P., Hoyt R.E., *The Determinants of Enterprise Risk Management: Evidence from the appointment of chief risk officers*, Risk Management and Insurance Review, vol. 6, no. 1, pp. 37-52, 2003.

Longobardi P., Scipione L., *Il rapporto banche-imprese tra crisi finanziaria e recessione dell'economia*, Unimpresa, Giannini, 2012.

Macdonald L.D., *Corporate Risk Control*, New York, Ronald Press, 1966.

Maggioni V., Potito L., Viganò R., *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Bologna, Il Mulino, 2009.

Mantovani G., Gurusatti P., *Afferrare il futuro! Strategie di Risk Management per l'impresa di domani*, Giovani Imprenditori Confindustria e Università Ca' Foscari, 2010.

Mantovani G., Gurusatti P., *Afferrare il futuro! A ciascuno il suo rischio: le imprese italiane e la gestione dell'incertezza ai tempi della crisi*, Giovani Imprenditori Confindustria e Università Ca' Foscari, 2010.

Mantovani G.M., *Rischio e Valore dell'impresa. L'approccio contingent claim della finanza aziendale*, Milano, EGEA, 1998.

Mantovani G.M., *Le condizioni aziendali di utilizzo dei derivati reali*, Contabilità, Finanza e Controllo, vol. 6, pp. 652-657, 1995.

Mantovani G.M., *Quali cautele nell'utilizzo dei derivati finanziari?*, Contabilità, Finanza e Controllo, vol. 5, pp. 549-555, 1995.

Mantovani G.M., *Le BTP-options quale strumento di gestione dinamica dell'esposizione al rischio di tasso di interesse*, Finanza, Imprese e Mercati, vol. 1, pp. 45-69, 1994.

Mantovani G.M., Bertinetti G., Cioccarelli A., *Nuove prospettive per l'impresa italiana sui mercati finanziari*, Rivista di Ragioneria e Tecnica Commerciale, vol. 40, pp. 1-41, 1995.

Mantovani M.G., Mestroni M., Basilico E., *Il paradosso di Basilea: potenziale di sofferenza del sistema creditizio e gap di crescita del sistema produttivo. Lo sviluppo di sistema di rating integrato per una migliore allocazione del merito di credito. Il caso delle imprese manifatturiere nel Tri-Veneto*, in Veneto e Nord Est – Credito e Finanza, no. 39, I° quadr. 2014.

Markowitz H., *Portfolio Selection*, Journal of Finance, vol.7, no. 1, pp. 77-91, 1952.

Mattiello R., Triban S., *Derivati in bilancio*, Milano, Il sole 24 ore, 2006.

Mayers D., Smith C.W., *On the Corporate Demand for Insurance*, Journal of Business, no. 55, pp. 281-296, 1982.

McBride J.P., *Derivatives: a manager's guide to the world's most powerful financial instruments*, McGraw Hill Professional, 1999.

Meldrum D.H., *Country risk and foreign direct investment*, Business Economics, no.34, pp. 30-7, 2000.

Merton R., *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, Journal of Finance, vol. 29, no. 2, pp. 449-470, 1974.

Meulbroek L.K., *Integrated Risk Management for the Firm: A Senior Manager's Guide*, Working Paper, Claremont Colleges - Robert Day School of Economics and Finance, 2002.

Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American economic Review, vol. 68, no.3, giugno 1958.

Myers S.C., *The Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, vol. 5, pp. 147-175, 1977.

Myers S.C., Majluf N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, vol. 13, no. 2, pp. 187-221, 1984.

Nance D.R., Smith C.W., Smithson C.W., *On the Determinants of Corporate Hedging*, Journal of Finance, vol. 48, pp. 267-284, 1993.

Nelson J.H., Moffitt J.S., Affleck-Graves J., *The impact of hedging on the market value of equity*, Journal of Corporate Finance, vol. 11, no. 5, pp. 851-881, 2005.

Nicolò A. Pelizzon L., *Credit Derivatives: Capital Requirements and Opaque OTC Markets*, Journal of Financial Intermediation, vol. 17, pp. 444-463, 2008.

Papaioannou M., *Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms*, IMF Working Paper, no. 255, 2006.

Perol A.F., Schulman E.C., *The Free Lunch in Currency Hedging: Implications for Investment Policy and Performance Standards*, Financial Analysts Journal, vol. 44, no. 3, pp. 45-50, 1988.

Petroni A., *Il risk management nelle piccole e medie imprese*, Padova, Cedam, 1996.

Porter M.E., *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*, New York, The Free Press, Collier MacMillan Publ., 1980.

Prandi P., *Il risk management : teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Milano, Franco Angeli, 2010.

PwC, *Global Economic Crime Survey 2014*, Addendum Italiano, Executive Summary, febbraio 2014.

Rappaport A., *Creating Shareholder Value*, New York, The Free Press, 1998.

Rendleman R.J. Jr, *Applied derivatives: options, futures and swaps*, Malden, Blacwell Publishers Inc., 2002.

Ross S.A., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, American Economic Review, vol. 63, no. 2, pp.134-139, 1973.

Sartore D., *Gli strumenti derivati: Analizzare, prevedere e coprire i rischi finanziari nelle imprese*, Milano, IPSOA, 1999.

Scognamiglio Pasini C., *Economia industriale : economia dei mercati imperfetti*, Roma, LUISS University Press, 2013.

Signorini L.F, *Banche e Imprese nella crisi*, Banca d'Italia, Inteventi vari, Roma, XLIV Giornata del credito, 03 ottobre 2012.

Singh M., *Making OTC Derivatives Safe - A Fresh Look*, IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets Department, 2011.

Slywotzky A.J., Drzik J., *Countering the biggest risk of all*, Harvard Business Review, vol. 83, no. 4, pp. 78-88, 2005.

Smith C.W., Stulz R., *The Determinants of Firms Hedging Policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20, no. 4, pp. 391-405, 1985.

Smith C.W., Watts R.L., *The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, Journal of Financial Economics, vol. 31, no. 3, pp. 263-292, 1992.

Smithson C.W., *Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization*, New York, McGraw-Hill, 1998.

Smithson W.C., Rawls W.S., *Strategic Risk Management*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 2, no. 4, pp. 6-18, 1990.

Stephen J.J., *Managing commodity risk: using commodity futures and options*, Chichester, J. Wiley & Sons, 2001.

Stiglitz J.E., *A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem*, American Economic Review , vol. 59, no. 5, pp. 784-793, 1972.

Stiglitz J.E., *Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs*, The Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 3, no. 2, pp. 458-482, 1972.

Stiglitz J.E., Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, vol. 71, no.3, pp. 393-410, 1981.

Stulz R.M., *Risk management failures, What are they and when do they happened?*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 20, no. 4, 2008.

Stulz R.N., *Should we fear derivatives?*, NBER Working Paper, no. 10574, 2004.

Taleb N.N., *Il Cigno nero, come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore, 2007.

Trevisan I., Becere M., *La variabile ambientale cultura e il suo impatto sulla gestione delle aziende internazionali*, in Sinegie, no. 32, pp.135, 1993.

Tufano P., *Who manage risk? An empirical examination of Risk Management practices in the Gold Mining Industries*, Journal of Finance, vol. 51, no. 4, pp. 1097-1137, 1996.

Villalonga B., Amit R., *How do family ownership, control and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics, vol. 80, no. 2, pp. 385-417, 2006.

Wall L.D., Pringle J.J., *Alternative Explanations of Interest Rate Swap: an Empirical Analysis, Financial Management*, vol. 18, no.2, pp. 59-73, 1989.

Williams J.B., *The theory of investment value*, Amsterdam, North Holland, 1938.

Williamson O.E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, Journal of Finance, vol. 43, no. 3, pp. 567-591, 1988.

Wu B., Knott A.M., *Entrepreneurial Risk and Market Entry*, Management Science, vol. 52, no. 9, pp. 1315-1330, 2006.

Wunnicke D.B, Wilson D.R., Wunnicke B., *Corporate financial risk management: practical techniques of financial engineering*, New York, Wiley, 1992.