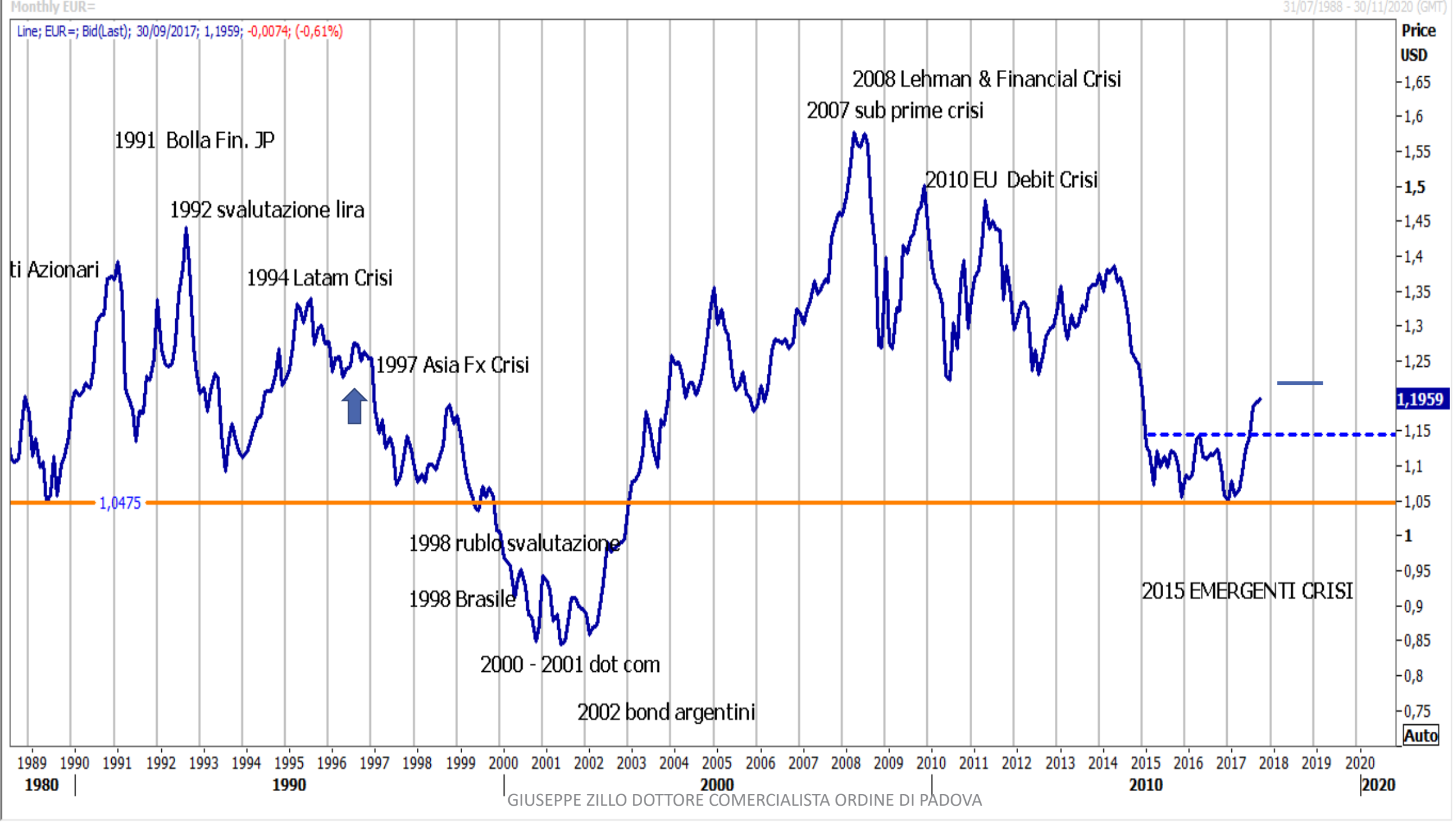
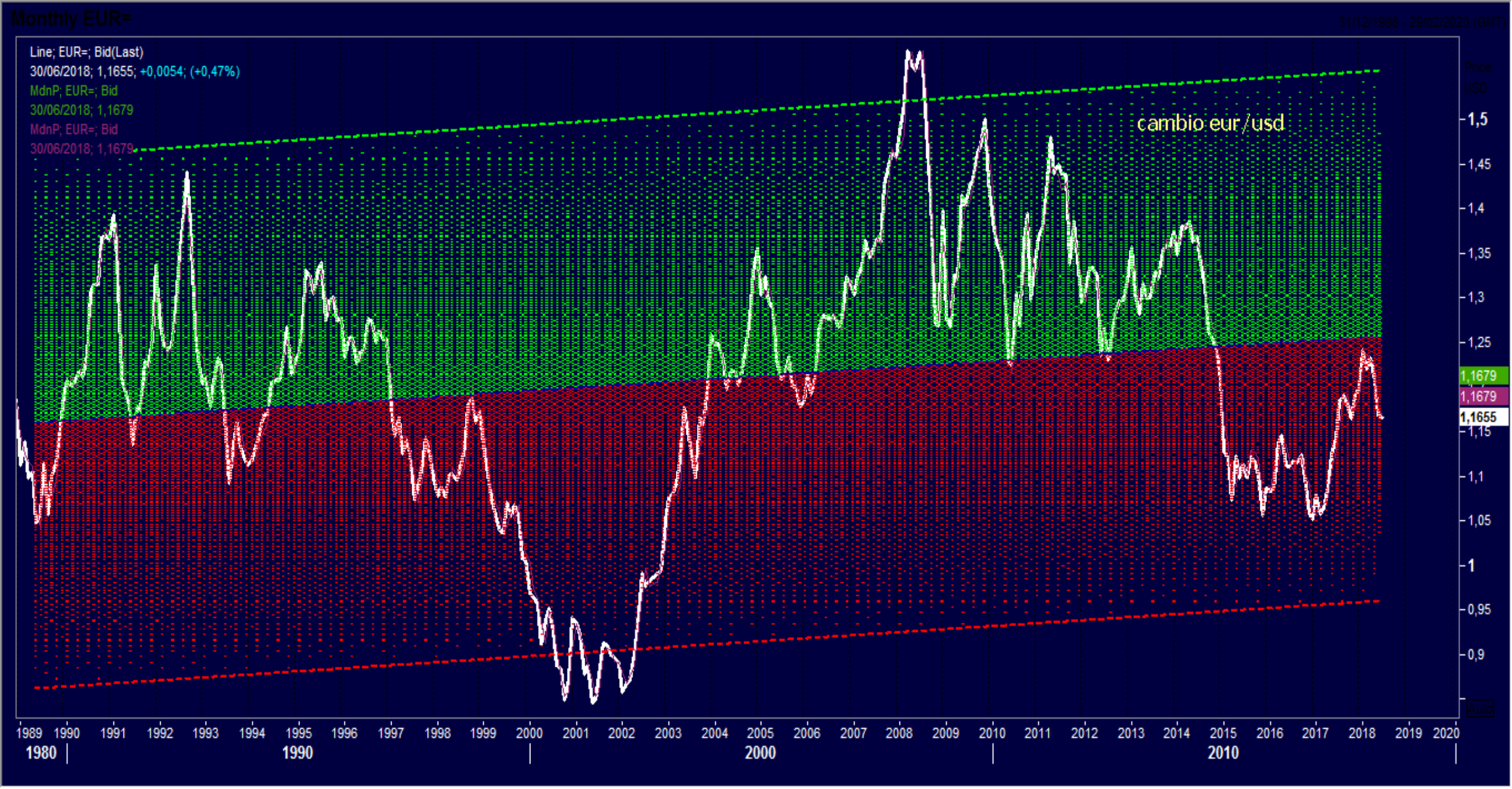
UN APPROCCIO AZIENDALE ALLA GESTIONE DEL RISCHIO DI CAMBIO E DI TASSO

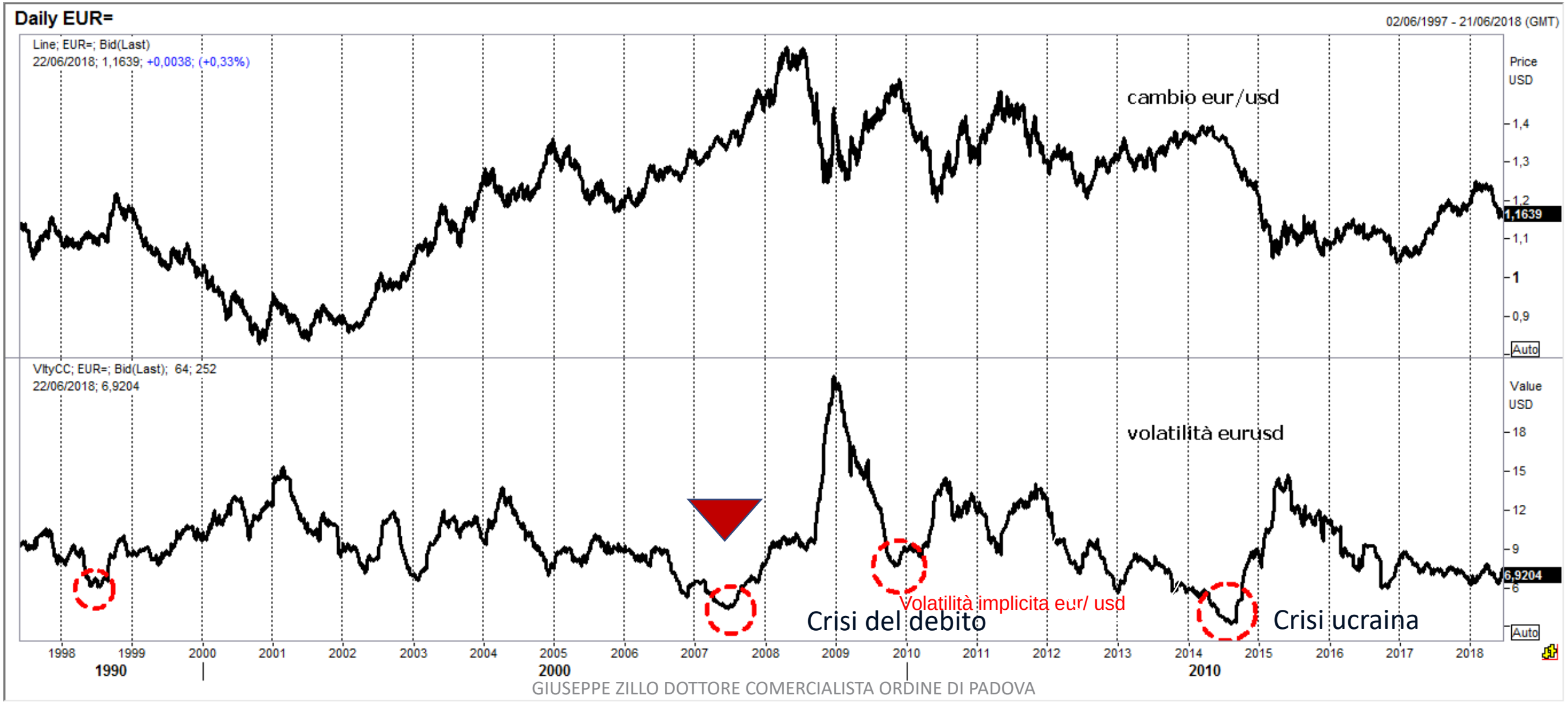
Giuseppe Zillo Dottore Commercialista in Padova

- comportamento dei mercati finanziari, discontinuità dei processi aziendali ed unicità del rischio
- analisi di alcune esperienze sulla gestione dei rischio di cambio e tasso
- alcuni suggerimenti per la gestione di questi rischi tramite strumenti finanziari derivati di copertura


Monthly EUR=
31/07/1988 - 30/11/2020 (GMT)
Line; EUR=; Bid(Last); 30/09/2017; 1,1959; -0,0074; (-0,61%)
Price
USD
ti Azionari
1991 Bolla Fin. JP
1992 svalutazione lira
1994 Latam Crisi
1997 Asia Fx Crisi
1998 rublo svalutazione
1998 Brasile
2000 - 2001 dot com
2002 bond argentini
2008 Lehman & Financial Crisi
2007 sub prime crisi
2010 EU Debit Crisi
2015 EMERGENTI CRISI
1,0475
1,1959
1,65
1,6
1,55
1,5
1,45
1,4
1,35
1,3
1,25
1,15
1,1
1,05
1
0,95
0,9
0,85
0,8
0,75
Auto
1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020
1980
1990
2000
2010
2020


Monthly EUR=
Line; EUR=; Bid(Last)
30/06/2018; 1,1655; +0,0054; (+0,47%)
MdnP; EUR=; Bid
30/06/2018; 1,1679
MdnP; EUR=; Bid
30/06/2018; 1,1679
cambio eur/usd
1,5
1,45
1,4
1,35
1,3
1,25
1,1679
1,1679
1,1655
1,15
1,1
1,05
1
0,95
0,9
1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020
1980
1990
2000
2010

Il mercato spesso sottostima il rischio



Crisi 2008

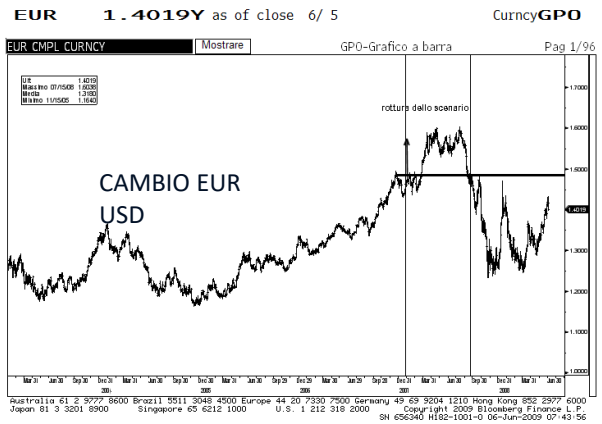
MERCATI FINANZIARI

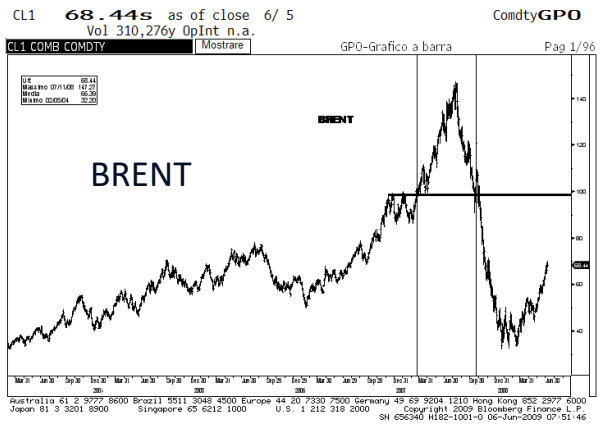
Mutamento ambientale

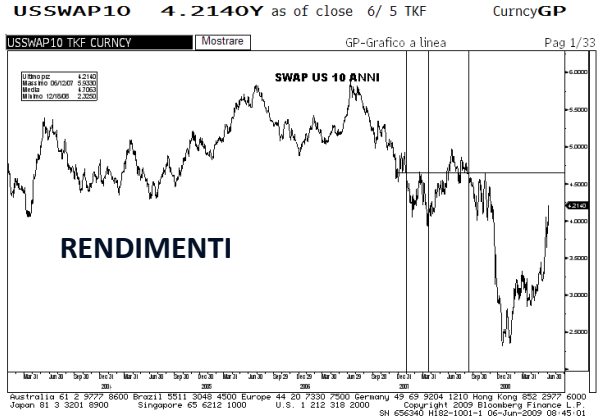
Rischio legato ad una correlazione di eventi

I mercati si muovono sulle code dello scenario

Il rischio si manifesta nella sua unicità



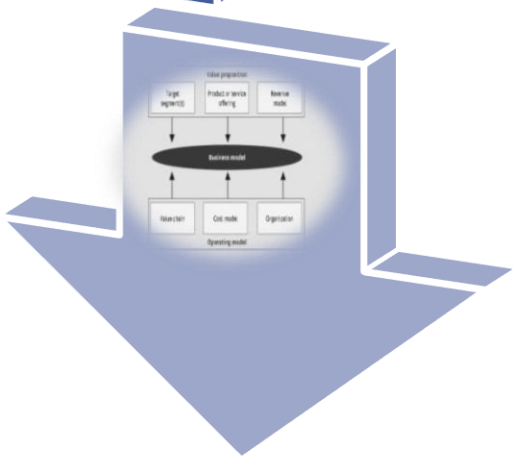




Approcci alla gestione del rischio

Modello di mercato previsivo/reattivo

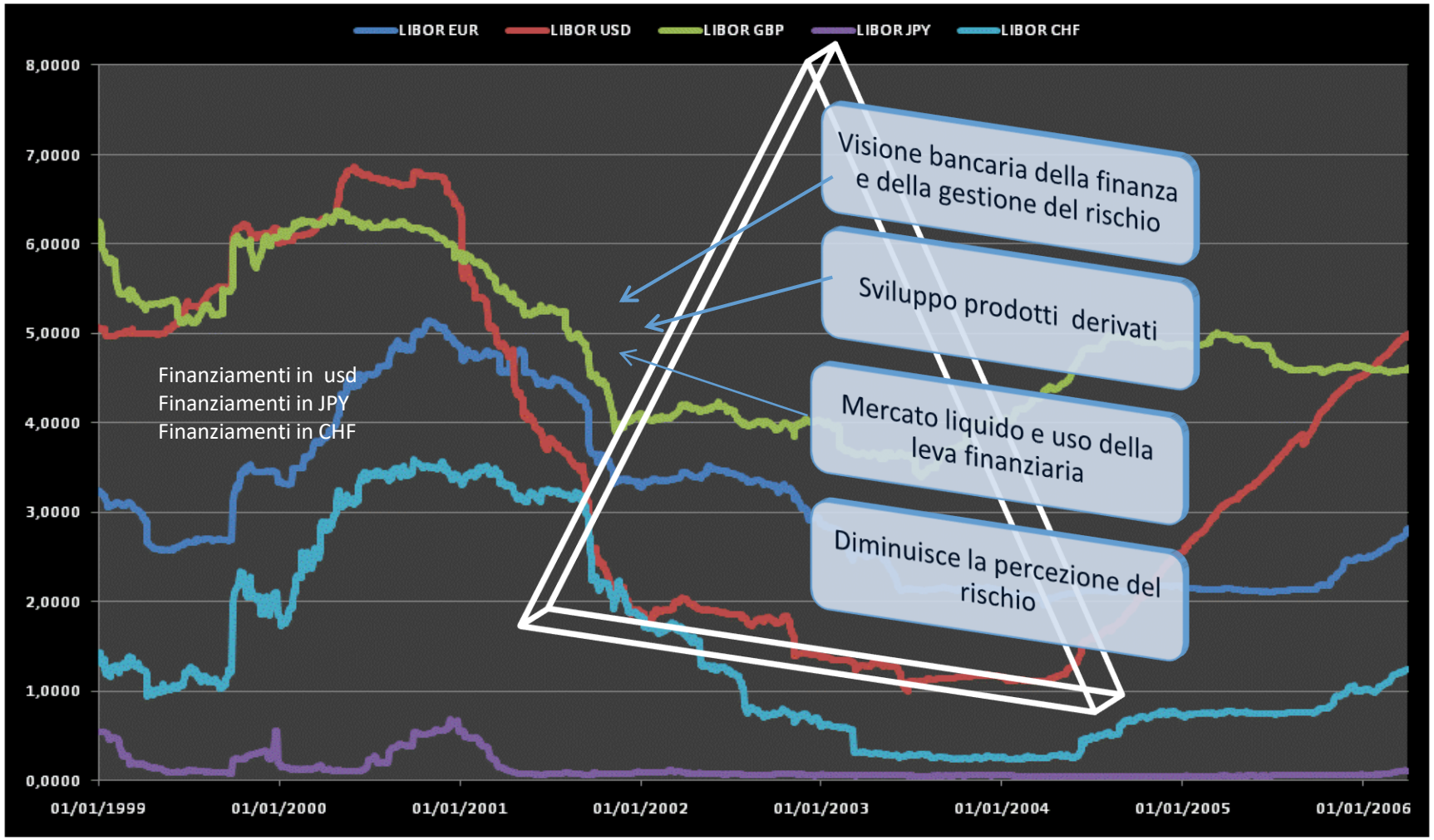
(osservazione delle variabili di mercato)



Modello aziendale gestionale

(osservazione delle variabili aziendali)

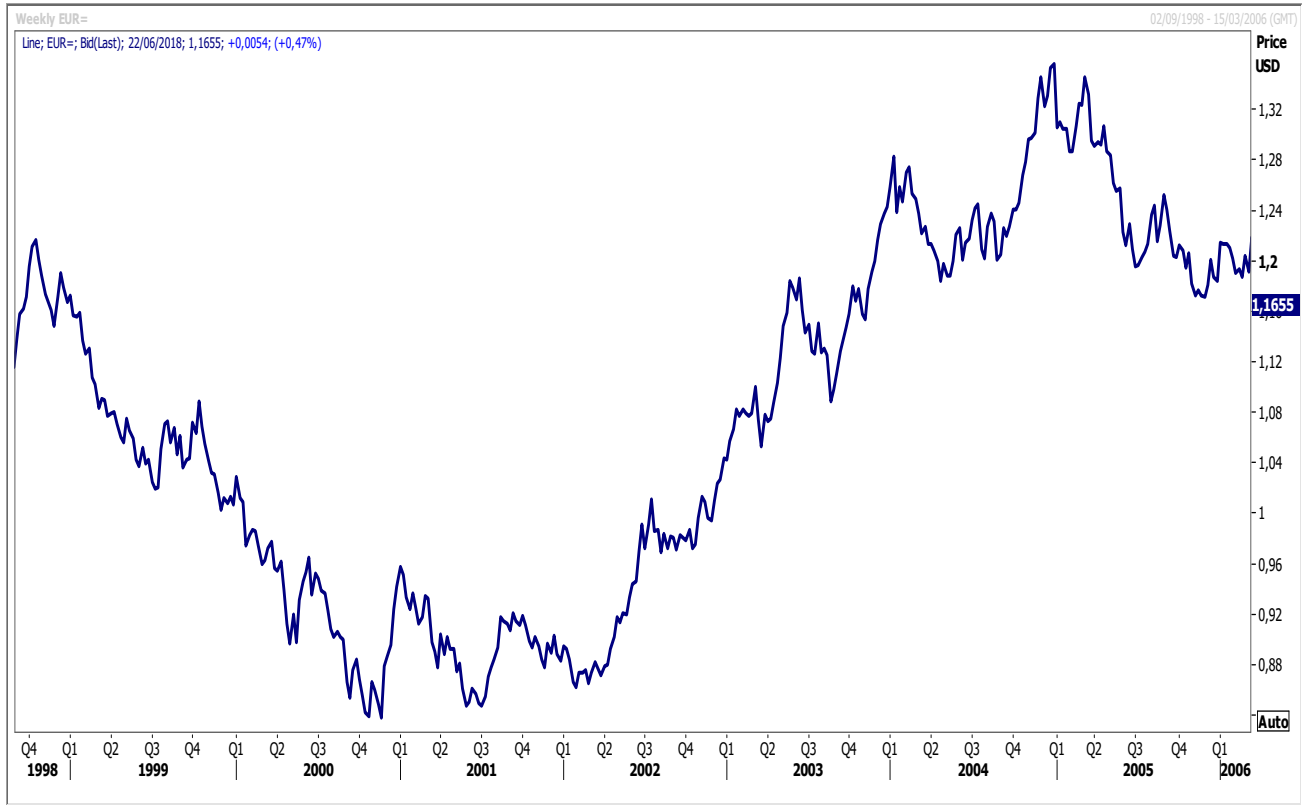
Globalizzazione – disintermediazione –"finanziarizzazione"



CASO IMPORT

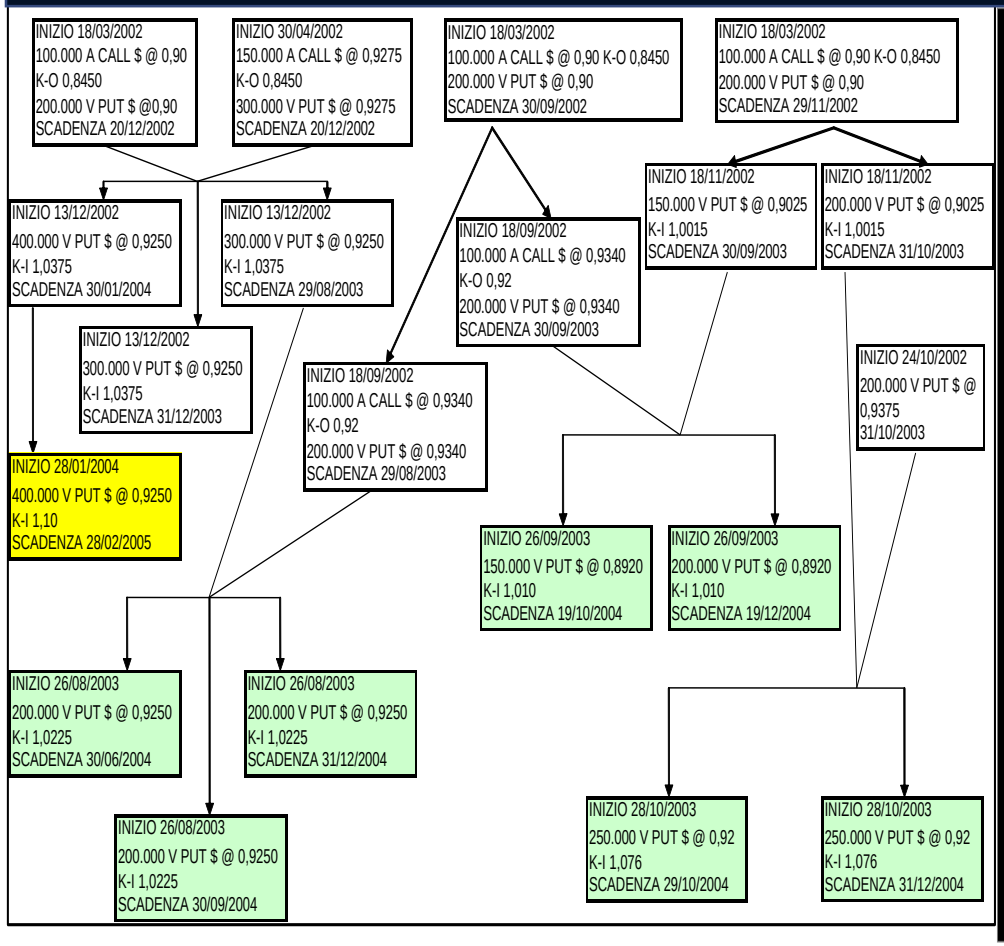
AZIENDA OPERANTE NEL SETTORE TESSILE CON UN FATTURATO DI CIRCA 12 MILIONI DI EURO ERA SOLITA COPRIRE I PROPRI ACQUISTI IN DOLLARI CON DEI FORWARD O CON CILINDRICHE CON RAPPORTO 2: 1 CHE LE CONSENTIVANO DI ACQUISTARE MEGLIO SE IL CAMBIO GLI FOSSE ANDATO A FAVORE.

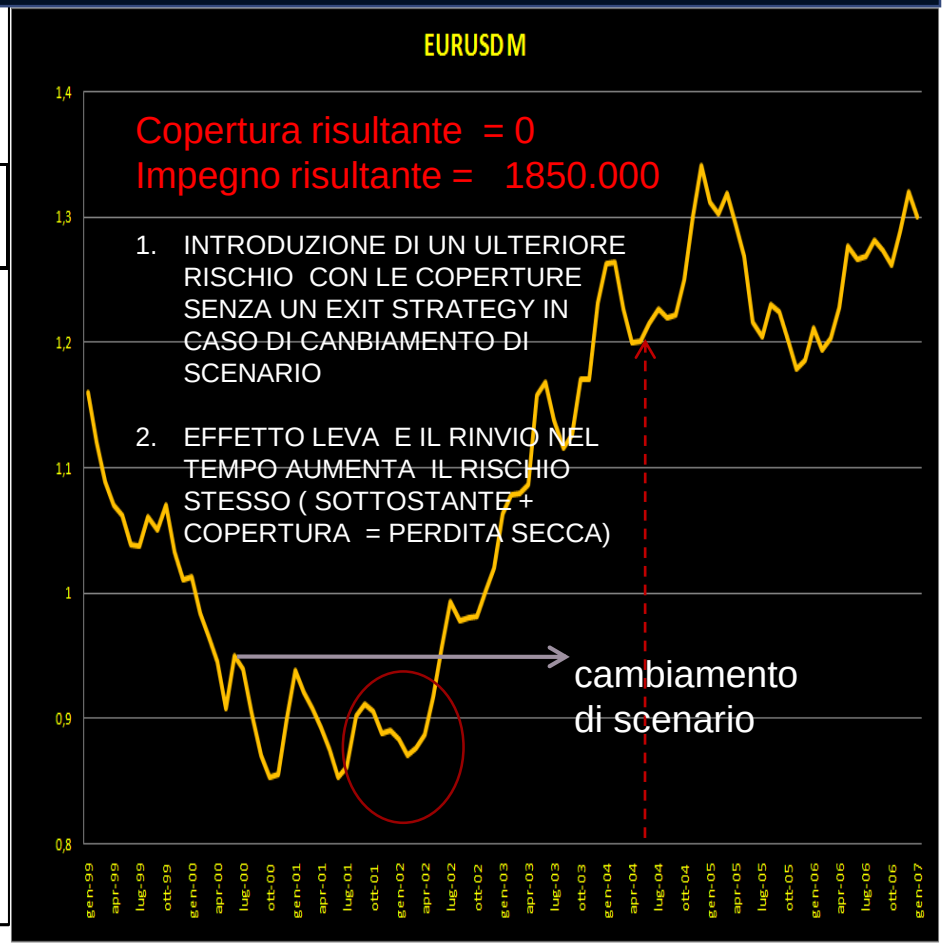
L'APPREZZAMENTO DEL DOLLARO ED UNA MAGGIORE CONCORRENZA AVEVANO RIDOTTO I MARGINI.



Effetto “rolling delle coperture iniziali” per acquistare ai prezzi più vantaggiosi come i suoi concorrenti

Copertura iniziale 450.000$; impegno iniziale 900.000$





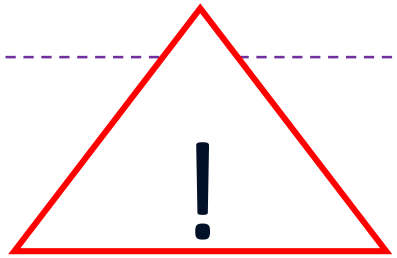
Effetto rolling con finanziamento delle posizioni di copertura in perdita per mantenere i costi di acquisto a livello concorrenziale

MARK TO MARKET - 4.171.018,00 euro

SITUAZIONE DERIVATI SU CAMBI E TASSI

						TOTALE
RISULTATI OPZIONI SCADUTE NEL 2004	-892.911,24	-144.752,08	0,00	-692.732,83	0,00	-1.730.396,15
VOLUME OPZIONI SCADUTE 2004 IN USD	4.400.000,00	800.000,00	0,00	1.900.000,00	0,00	7.100.000,00
MTM OPZIONI 2004 A 1,28	-189.967,11	-121.721,74	0,00	-474.803,76	0,00	-786.492,61
MTM OPZIONI 2004 A 1,30	-198.380,57	-121.721,74	0,00	-506.169,74	0,00	-826.272,05
VOLUME OPZIONI APERTE 2004 IN USD	700.000,00	800.000,00	0,00	1.150.000,00	0,00	2.650.000,00
SCADUTE 2004+MTM 2004 A 1,28	-1.082.878,35	-266.473,82	0,00	-1.167.536,59	0,00	-2.516.888,76
SCADUTE 2004+MTM 2004 A 1,30	-1.091.291,81	-266.473,82	0,00	-1.198.902,57	0,00	-2.556.668,20
MTM OPZIONI 2005 A 1,28	-564.483,86	0,00	-251.736,11	-663.135,38	-174.774,48	-1.654.129,83
MTM OPZIONI 2005 A 1,30	-590.926,16	0,00	-264.957,26	-740.522,36	-183.187,95	-1.779.593,73
VOLUME OPZIONI APERTE 2005 IN USD	2.200.000,00	0,00	1.100.000,00	600.000,00	700.000,00	4.600.000,00
IRS 30/01/2003-30/01/2008						
RISULTATO DERIVATO TASSI				-234.617,28		
MTM DERIVATO TASSI 2004 A 1,28				-122.807,02		
MTM DERIVATO TASSI 2004 A 1,30				-140.350,88		
MTM DERIVATO TASSI 2005 A 1,28				-491.228,07		
MTM DERIVATO TASSI 2005 A 1,30				-561.403,51		
MTM DERIVATO TASSI AL 30/06/2004				-2.000.000,00		
RISULTATO 2004 E 2005 (CON MTM A 1,28)	-1.647.362,21	-266.473,82	-251.736,11	-1.830.671,97	-174.774,48	-4.171.018,59
RISULTATO 2004 E 2005 (CON MTM A 1,30)	-1.682.217,97	-266.473,82	-264.957,26	-1.939.424,93	-183.187,95	-4.336.261,93

Perde di vista dell'obiettivo della gestione aziendale ovvero la salvaguardia dell'intero accordo negoziale che ne determina la convenienza del progetto dato uno scenario



Non viene valutato lo scenario favorevole e le possibili concatenazione dei rischi che susseguono a determinare scelte

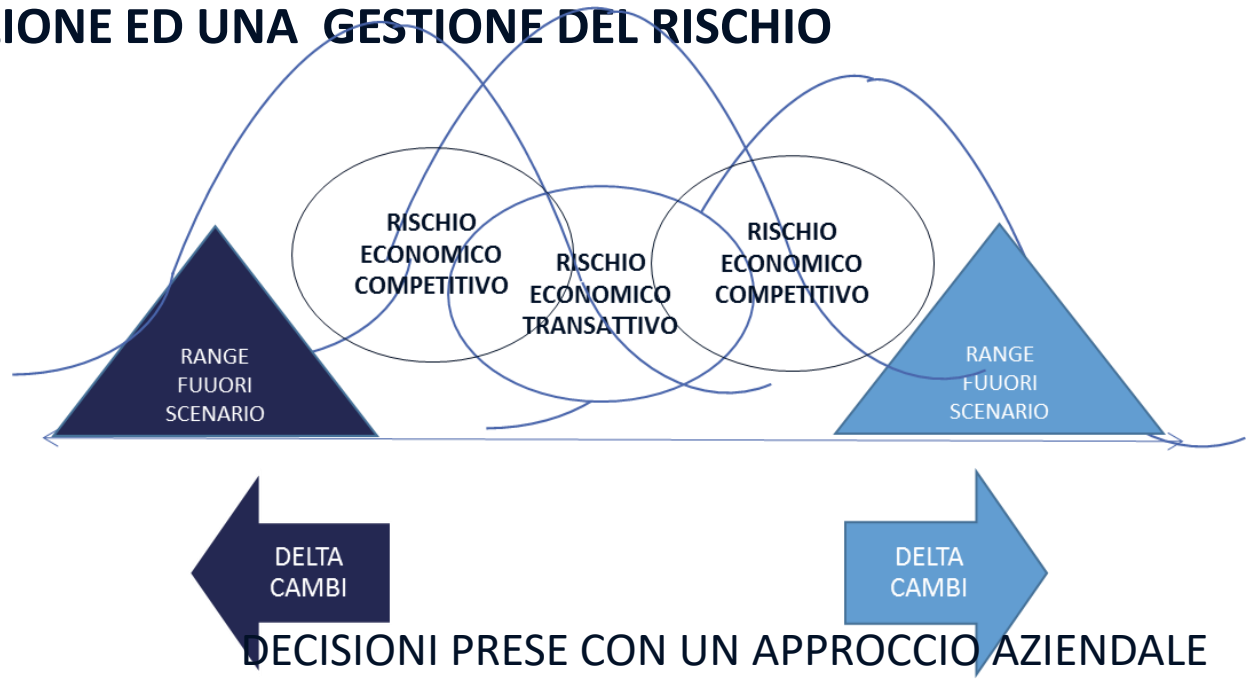
Risk policy

- COSA SI PUO DEDURRE DA QUESTA SITUAZIONE:

1) **CHE I RISCHI NON SI ELIMINANO, MA SITRASFORMANO** E SE SIAMO BRAVI LI TRASFORMIAMO IN RISCHI CHE SIAMO IN GRADO DI CONTROLLARE SE SIAMO MENO BRAVI NE AGGIUNGIAMO ALTRI A QUELLI ESISTENTI

2) IL RISCHIO IN AZIENDA E' UNICO (ECONOMICO/TRANSATTIVO/FINANZIARIO) ED E' SEMPRE NECESSARIO TENERLO PRESENTE IN OGNI DECISIONE OPERATIVA.

3) **VARIAZIONI IMPORTANTI CREANO POTENZIALE RISCHIO ED E' FONDAMENTALE AVERE U UNA CORRETTA ANALISI DELL'ESPOSIZIONE ED UNA GESTIONE DEL RISCHIO COERENTE**.



DECISIONI PRESE SU PREVISIONI DI MERCATO

DECISIONI PRESE CON UN APPROCCIO AZIENDALE

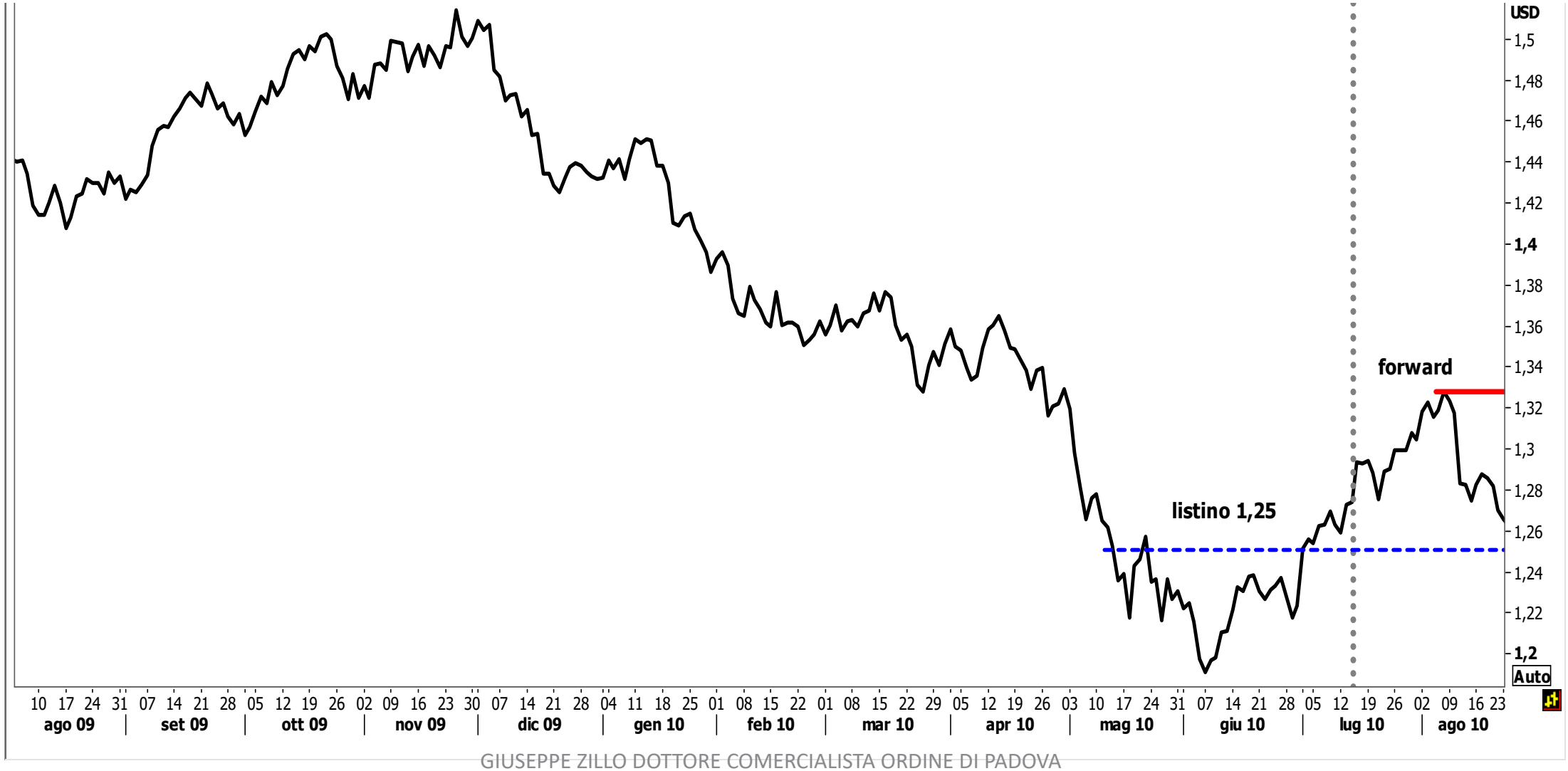
1. Importatore che non ha effettuato coperture perché le previsioni davano per un recupero dell’euro (aspettava un momento più propizio)

2. Importatore che copre a termine con un certo vantaggio il proprio listino

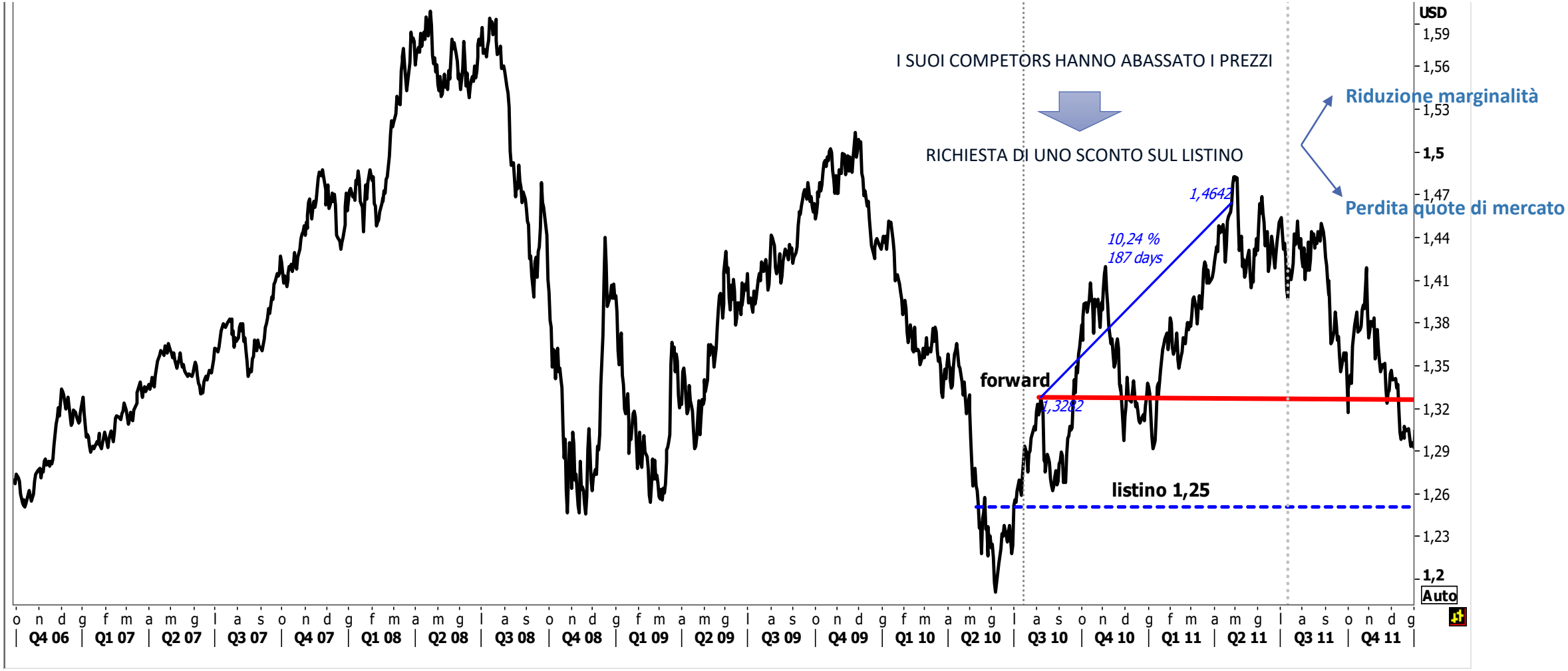
3. Esportatore che copre a termine, ma ha una riduzione dei volumi previsti di vendita

Importatore che subisce una variazione negativa del cambio

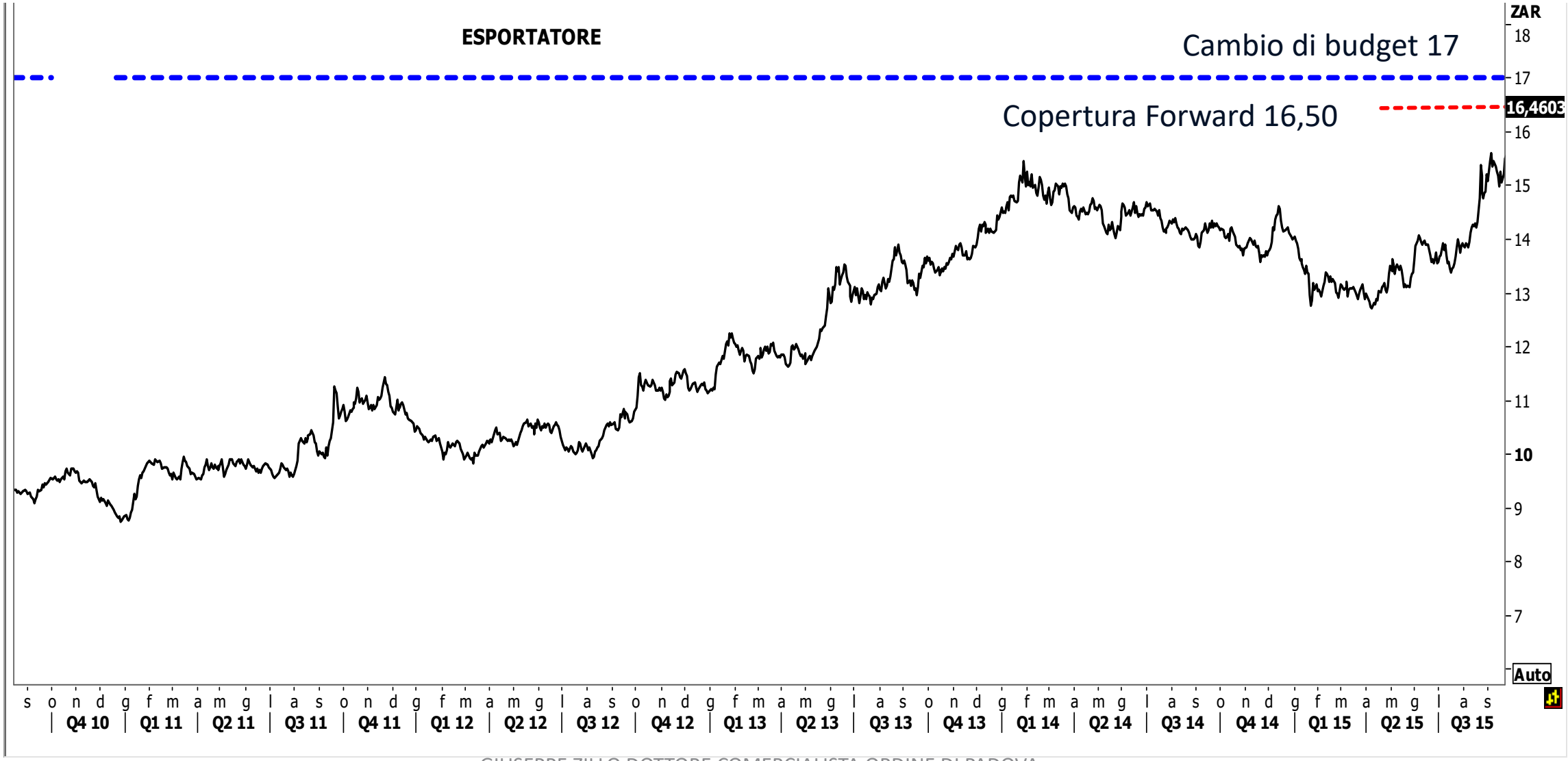
Importatore che copre forward il listino



Importatore che copre forward il listino e subisce una variazione positiva del cambio



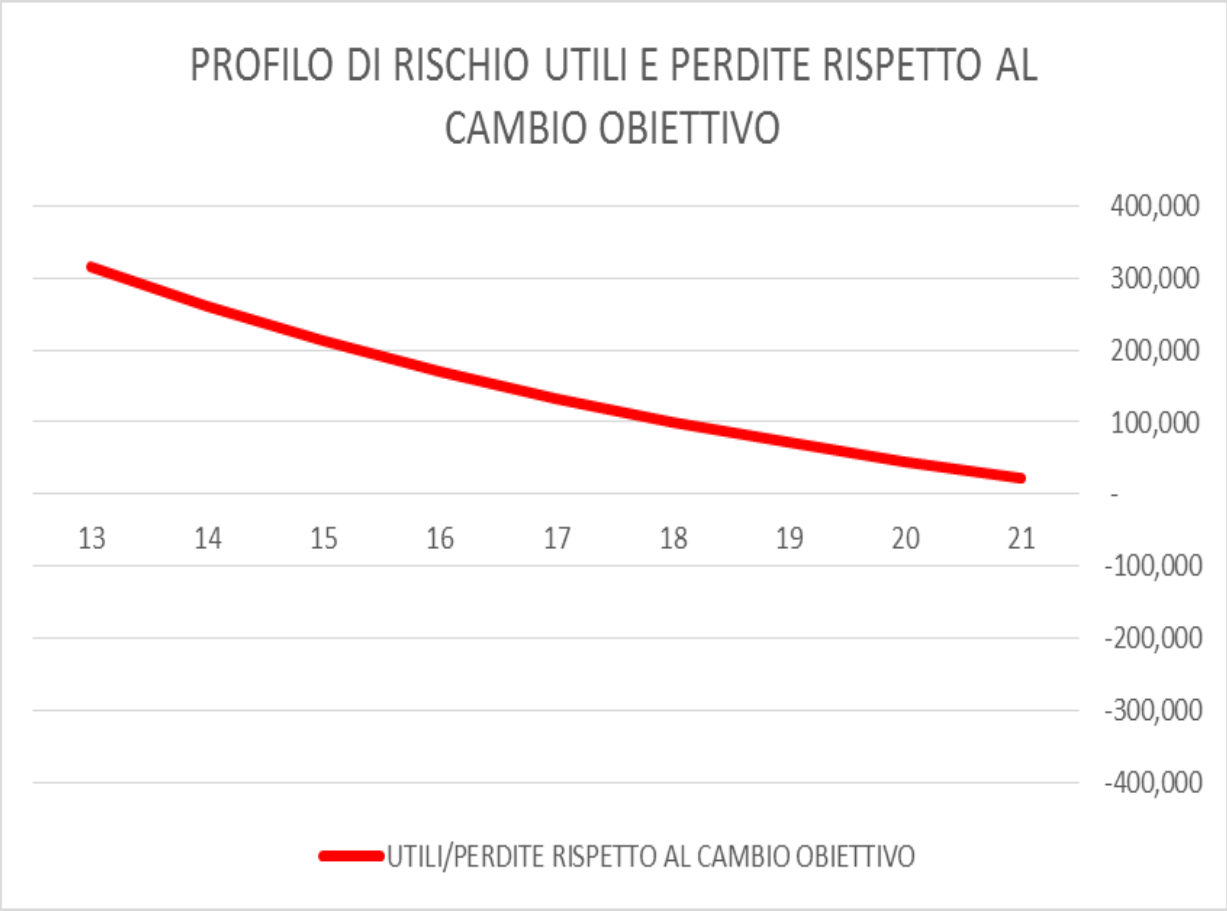
Azienda italiana con distributiva in Sud Africa



GIUSEPPE ZUCCO DOTTORE COMMERCIALISTA ORDINE DI PADOVA

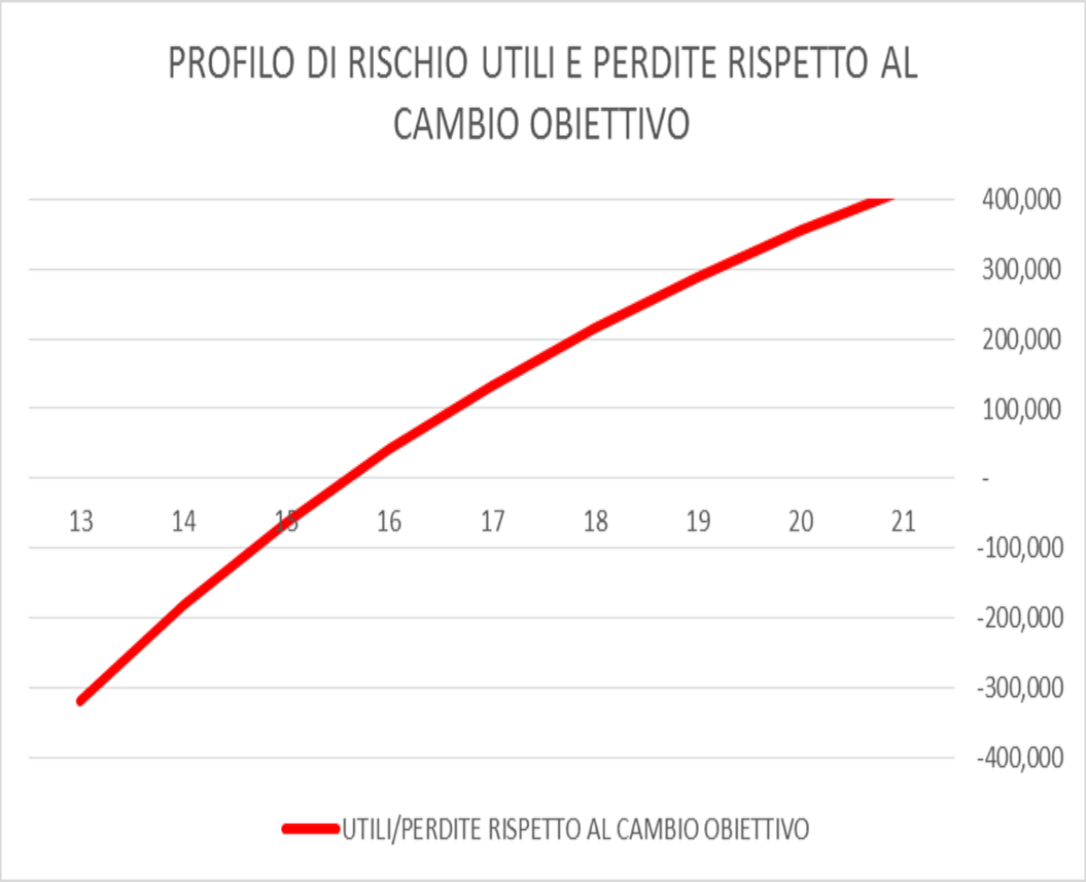
Profilo di rischio di posizione export coperta da forward

BUDGET 2016	000
	TOTALE
FLUSSI IN ZAR	**85.000,00**
CAMBIO BUDGET	**17**
FLUSSI IN EURO	**5.000,00**
CAMBIO FORWARD	16,5
% DI COPERTURA	88%
FLUSSI IN ZAR COPERTI	**75.000,00**
FLUSSI IN EURO COPERTI	**4.545,45**



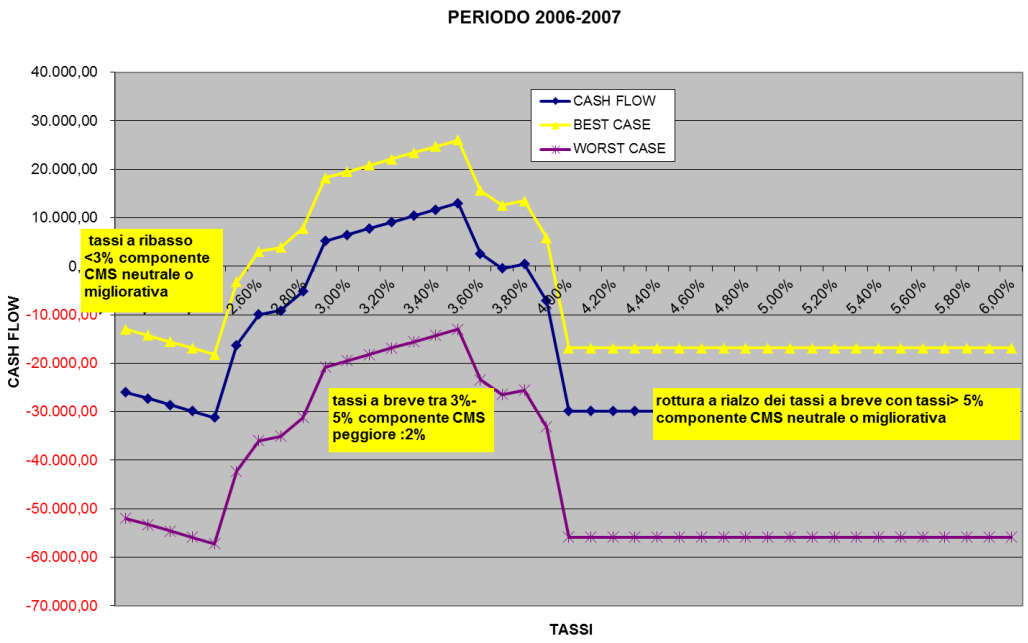
Inversione del profilo di rischio

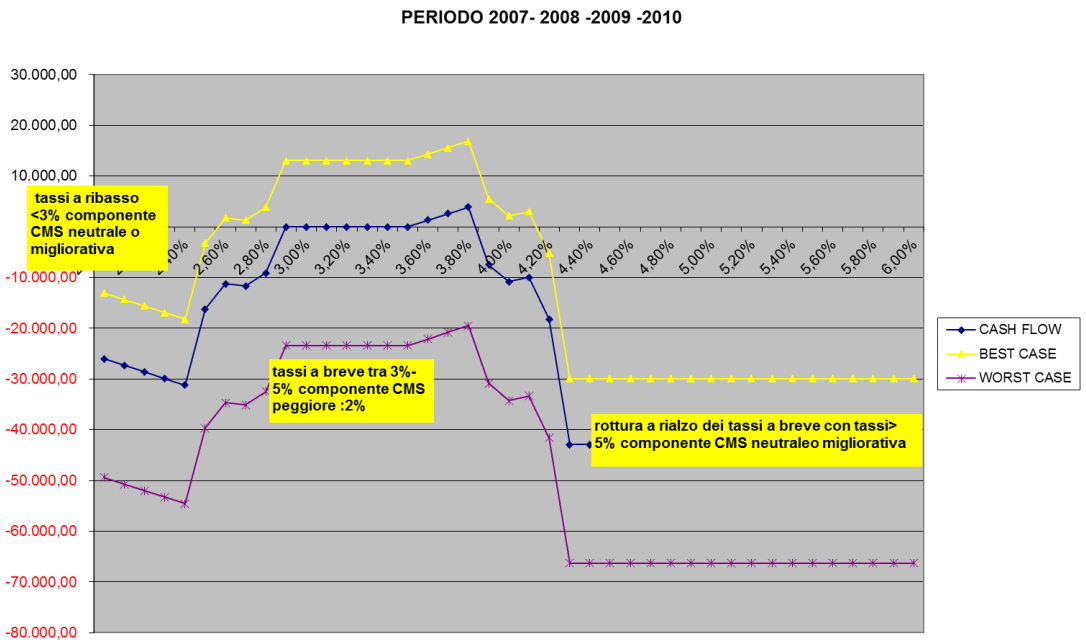
BUDGET 2016	000
	TOTALE
FLUSSI IN ZAR	**50.000,00**
CAMBIO BUDGET	**17**
FLUSSI IN EURO	**5.000,00**
CAMBIO FORWARD	16,5
% DI COPERTURA	150%
FLUSSI IN ZAR COPERTI	**75.000,00**
FLUSSI IN EURO COPERTI	**4.545,45**



RISCHIO TASSO

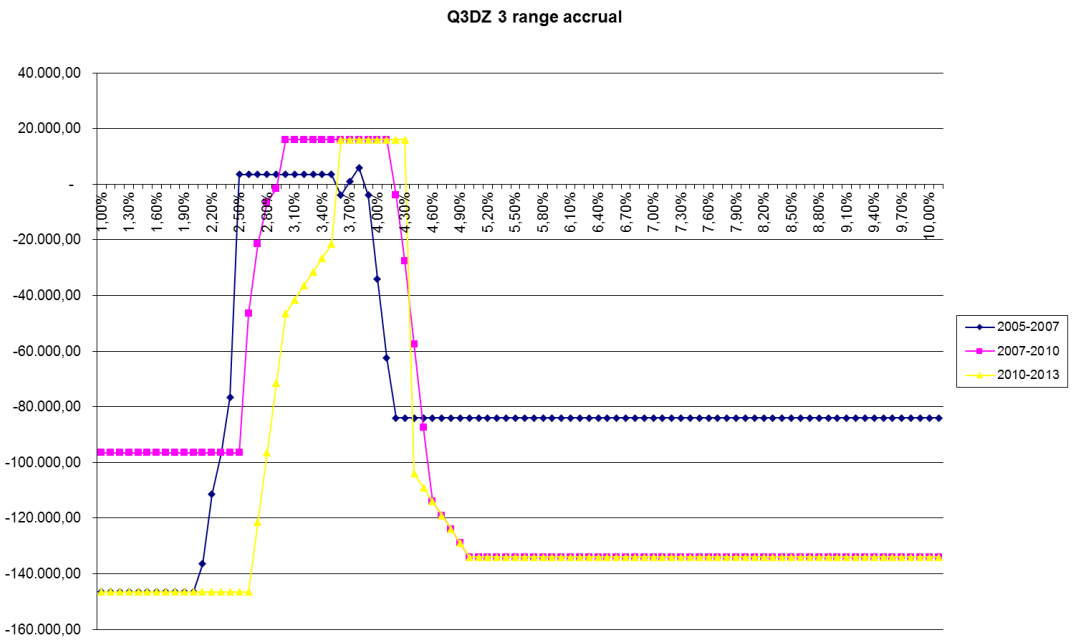
Range Accrual



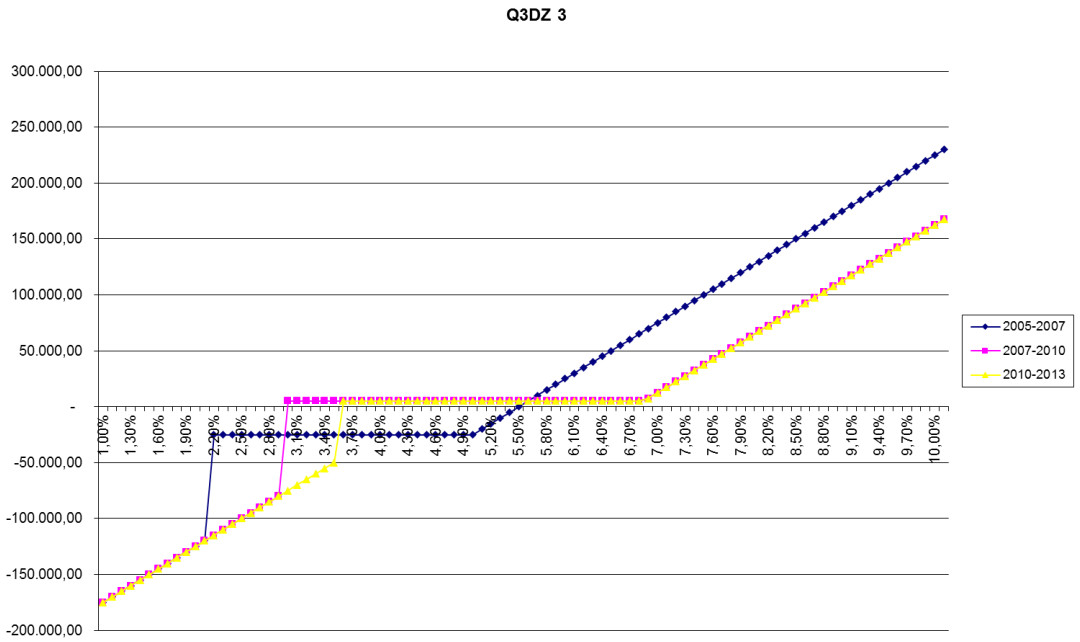


ALCUNE TIPOLOGIE DI DERIVATI VENDUTI ALLE AZIENDE

Q3Z RANGE ACCRUAL

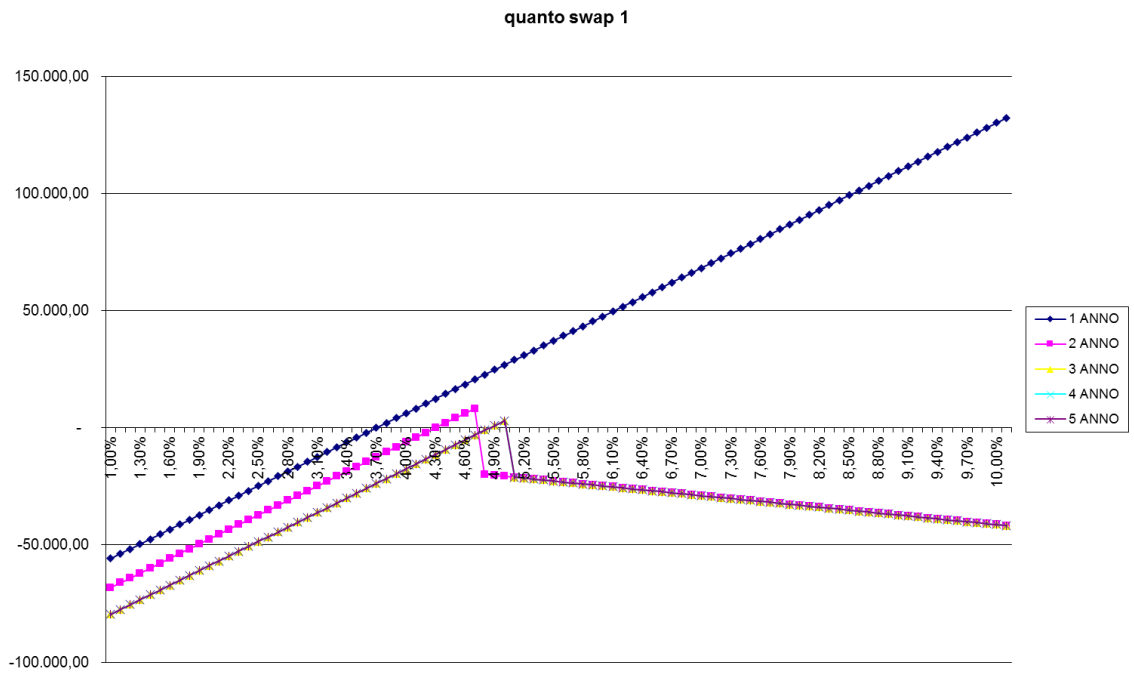


Q3Z

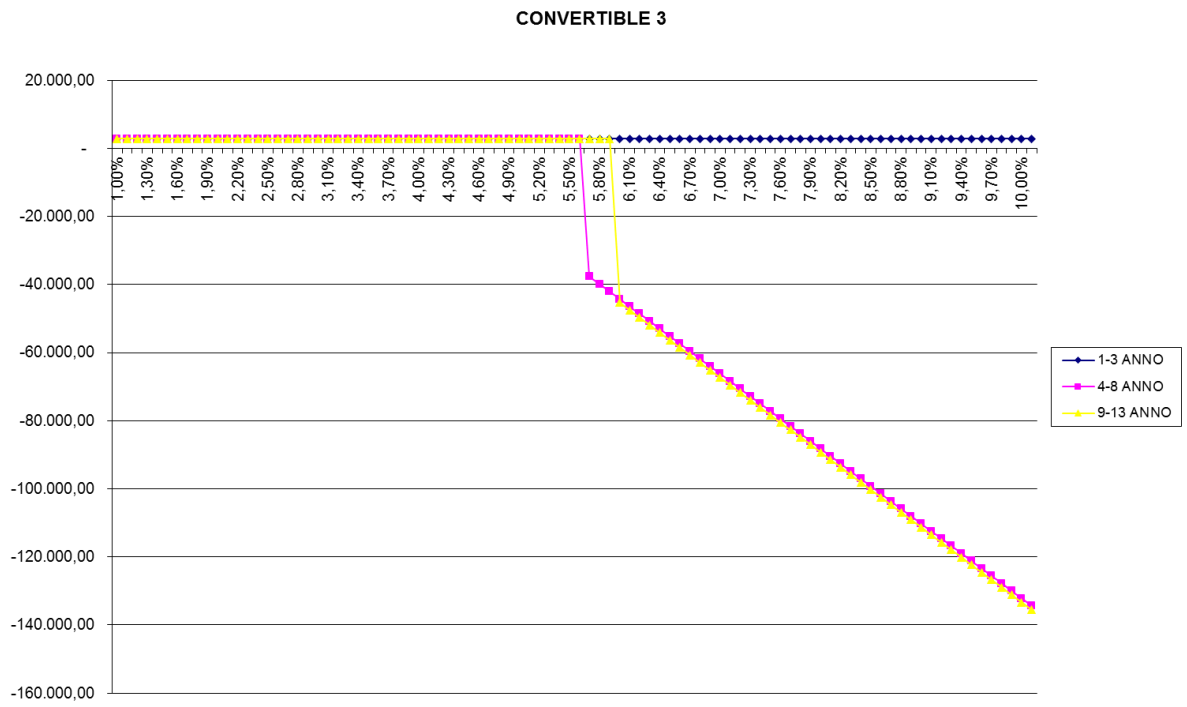


TIPOLOGIE DI DERIVATI VENDUTI ALLE AZIENDE

QUANTO SWAP

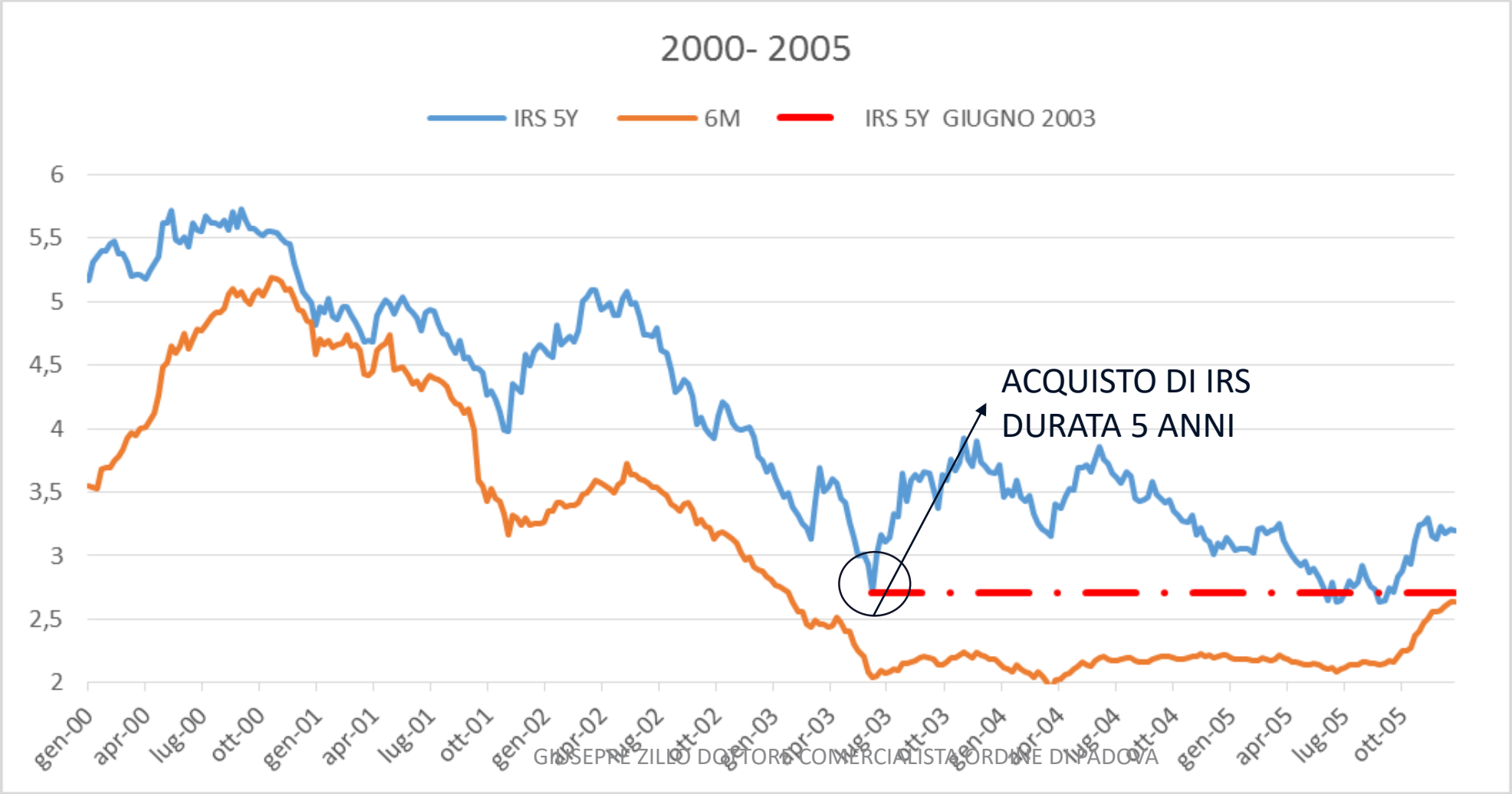


CONVERTIBLE SWAPS

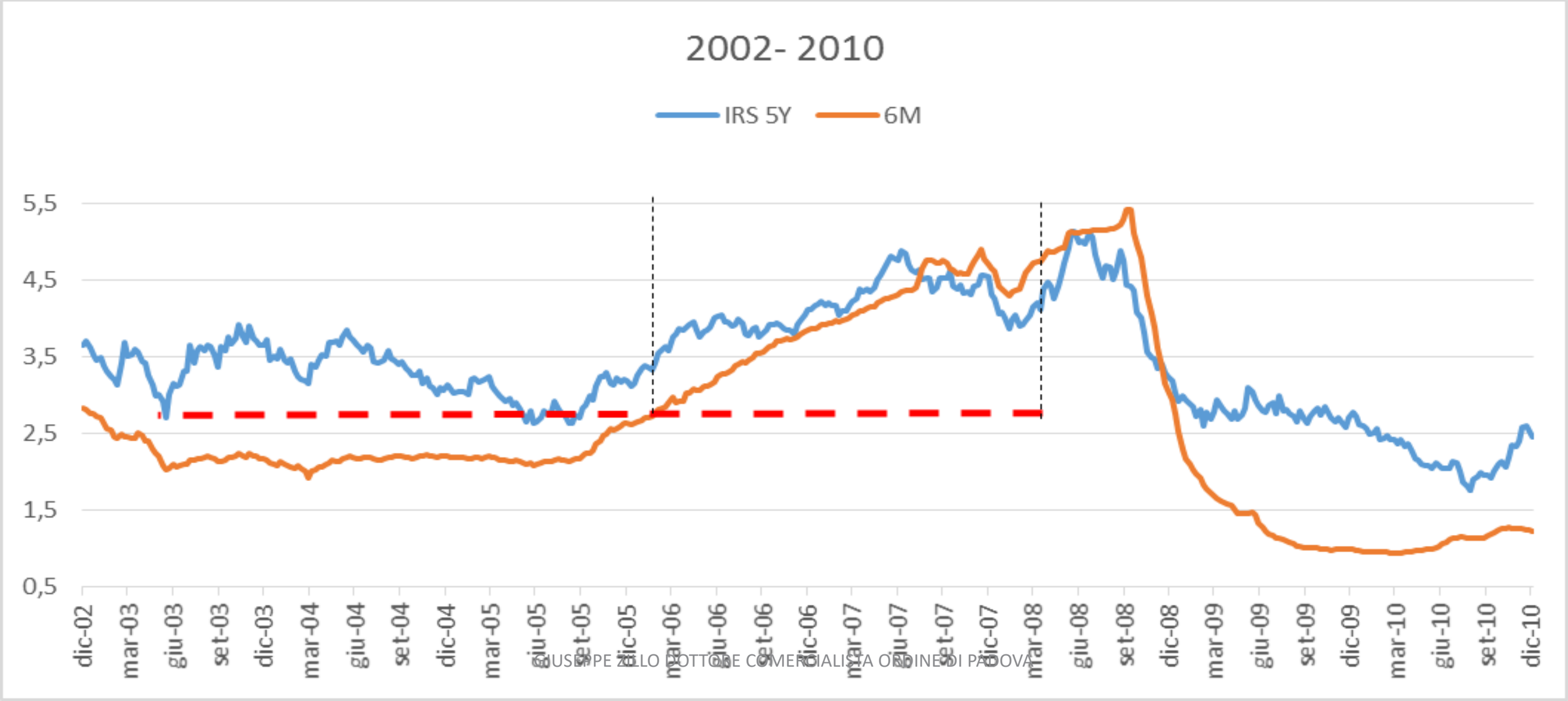


Esiste una convenienza reale alla copertura del rischio di tasso?

ANDAMENTO TASSO SWAP 5 ANNI/EURIBOR 6 MESI ED EURIBOR 6 MESI

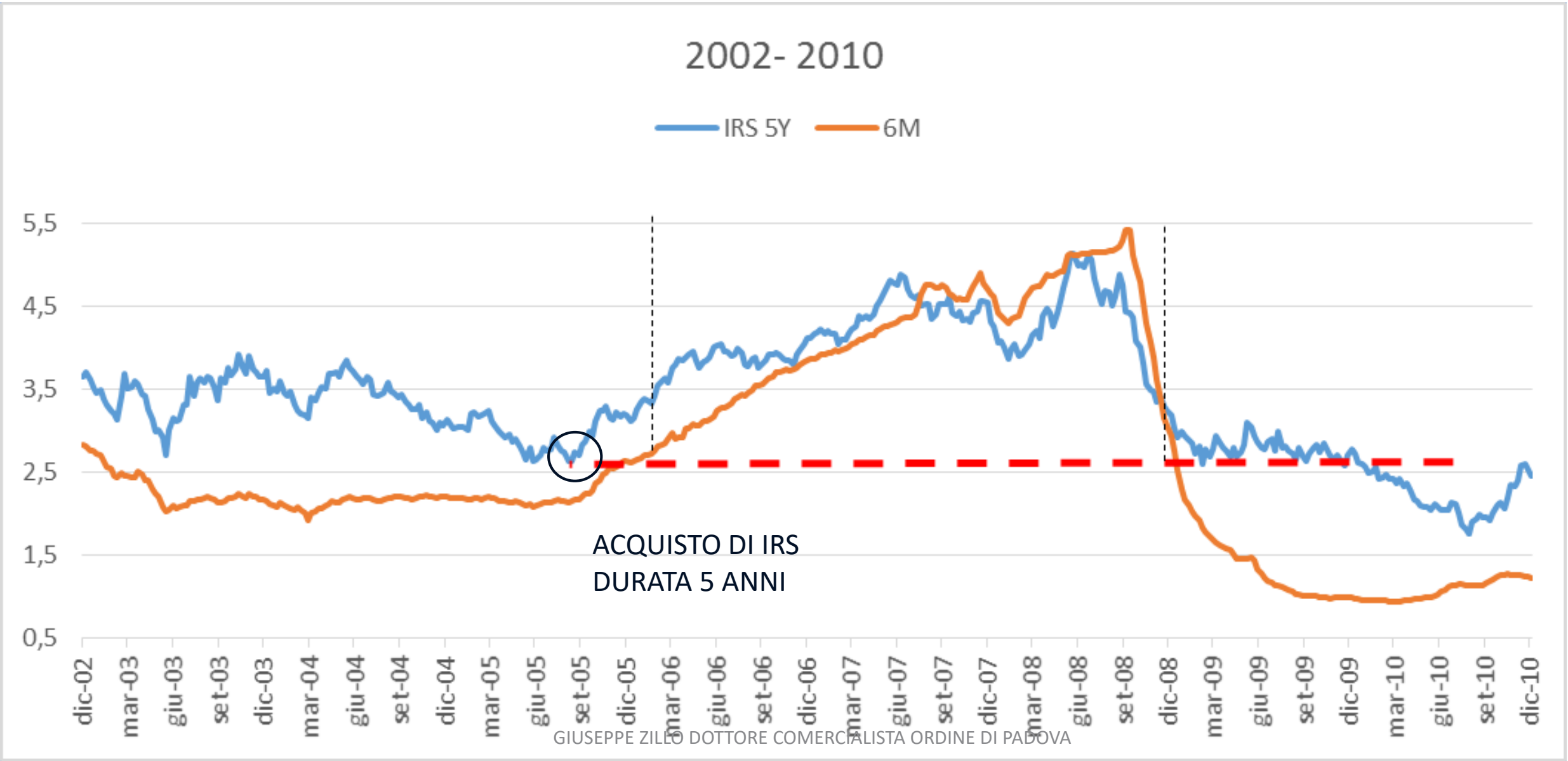


ANDAMENTO TASSO SWAP 5 ANNI/EURIBOR 6 MESI ED EURIBOR 6 MESI

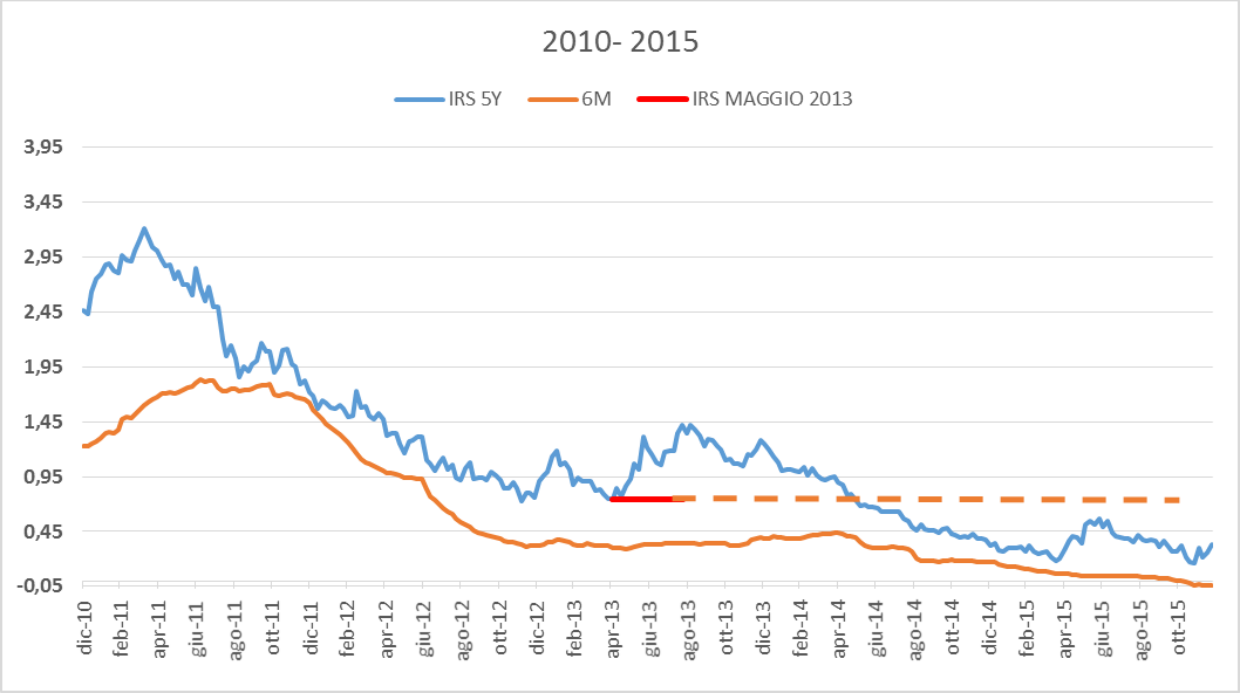


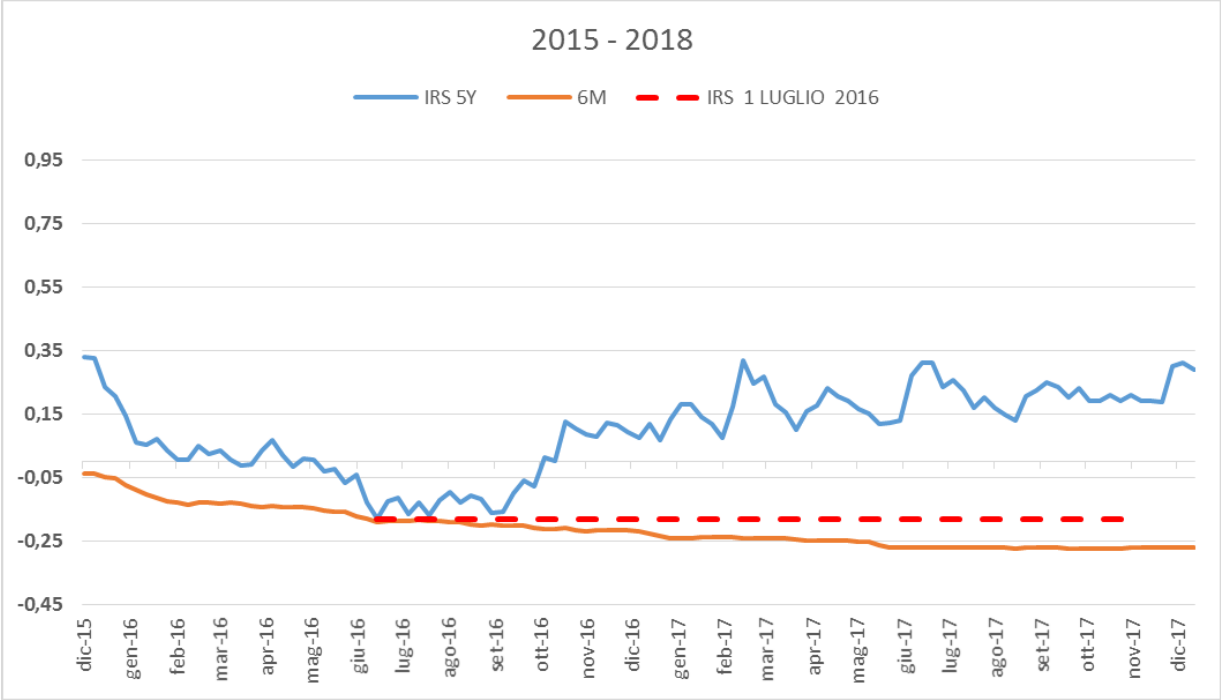
GIUSEPPE ZILLO DOTTORE COMMERCIALISTA ORDINE DI PADOVA

ANDAMENTO TASSO SWAP 5 ANNI/EURIBOR 6 MESI ED EURIBOR 6 MESI



COPERTURE SUI MINIMI DEL PERIODO IRS 5 ANNI/6M

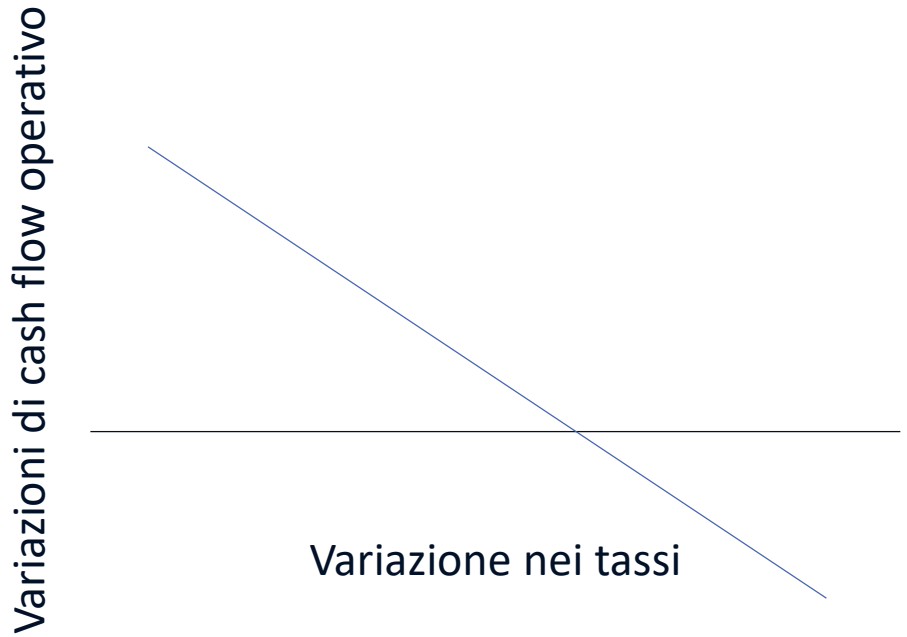




Produce valore coprire l'esposizione finanziaria a medio lungo al rischio di tasso?

IL TASSO E' DI FATTO COMMODITY

- Società finanziarie
- Società in cui il processo di acquisto – trasformazione – vendita è per definizione lungo
- Società immobiliari
- Società in cui esiste una forte correlazione tra un ricavo ed un costo finanziario legato ad un indebitamento (esempio impianti energetici)



IL TASSO NON E' UNA COMMODITY

- Società industriali
- Società commerciali

Dipende:

- dalla tipologia e dinamica del business ,
- dalla capacità di assorbire shocks
- Dal calcolo di convenienza che sta a monte di quella esposizione

Rischio cambio

alcuni eventi che hanno sempre di più messo in discussione il modello con focalizzazione sul mercato....

Eliminazione spazi per le svalutazioni competitive come strada per compensare le inefficienze e aggredire i mercati

- Change over
- Concorrenza nel grande mercato unico interno e riduzione delle marginalità
- Svalutazione del dollaro e l'aumento del costo delle materie prime
- Riduzione del Credito Bancario ed alzamento degli spread

Ricerca di nuovi modelli di business

- Delocalizzazione
- Internazionalizzazione

I rischi di mercato entrano nei processi generatrici del valore aziendale

Assumono valenza strategica

Anche il legislatore con l'emanazione dei nuovi principi contabili si accorge dell'importanza di questi rischi e la loro incidenza sulla gestione aziendale

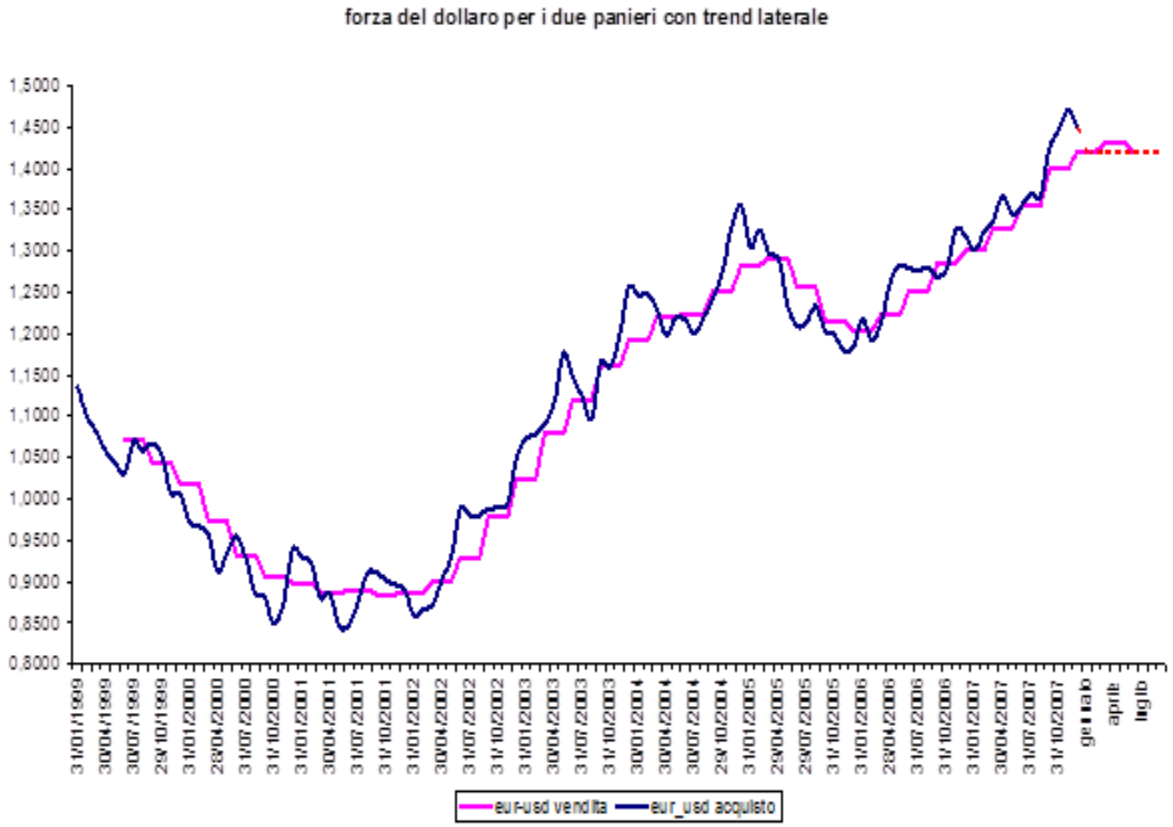
Identificazione del rischio e dell'esposizione a rischio → Lo scenario → Determinazione dell'obiettivo → La simulazione → Ottimizzazione della strategia → Monitoraggio della strategia

Fondamentale è l'analisi dell'esposizione E la definizione corretta degli obiettivi

Rischio prodotto da indicizzazioni diverse

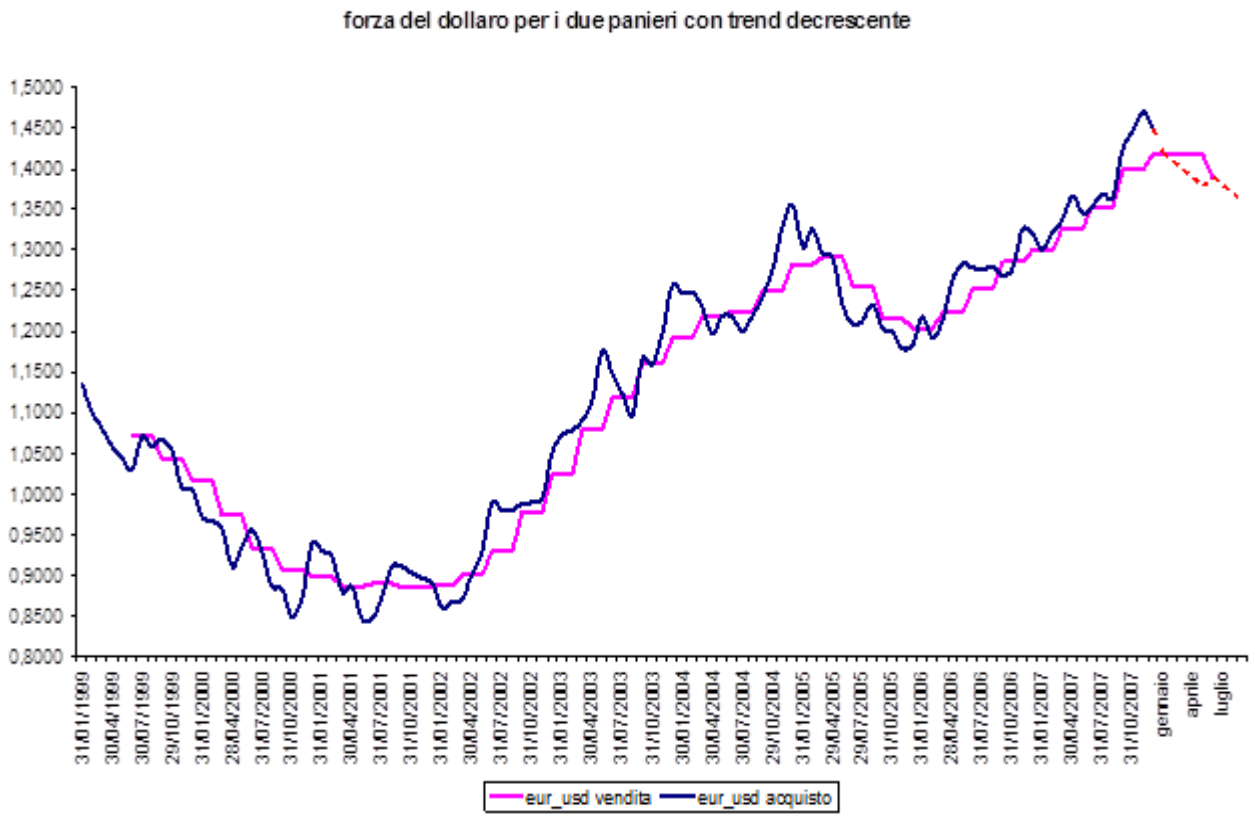
Azienda operante nel mercato del gas che acquista e vende in dollari:

- Acquista in dollari sulla media ad 1 mese e vende in dollari su quella a 9 mesi
- Fino a quando l'euro saliva il rischio non veniva percepito perché gli acquisti venivano sempre fatti con un cambio favorevole.....

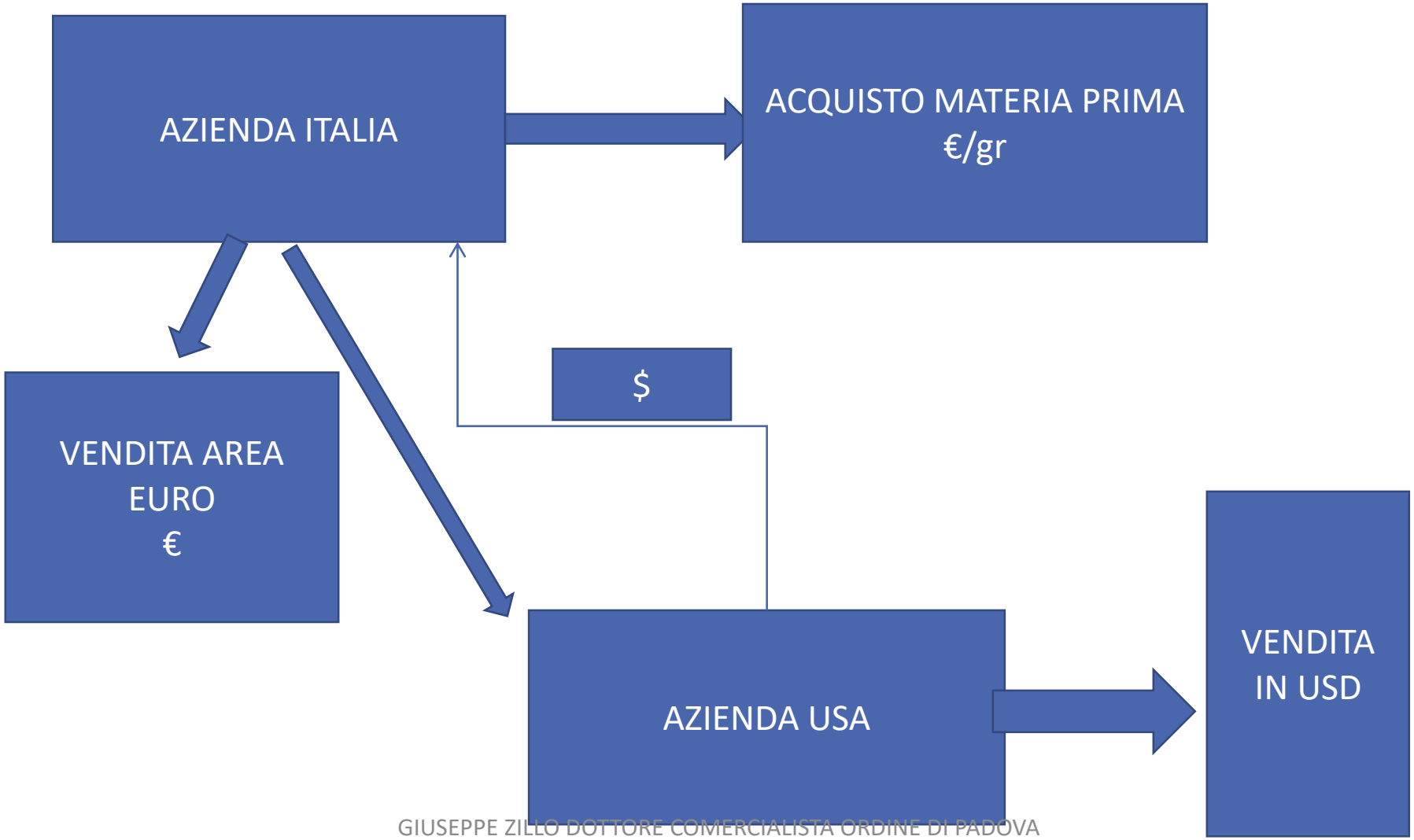


La simulazione dimostra che in caso di ribasso dell'eur-usd le due curve si incrociano quella dei prezzi di vendita verrà penalizzata.

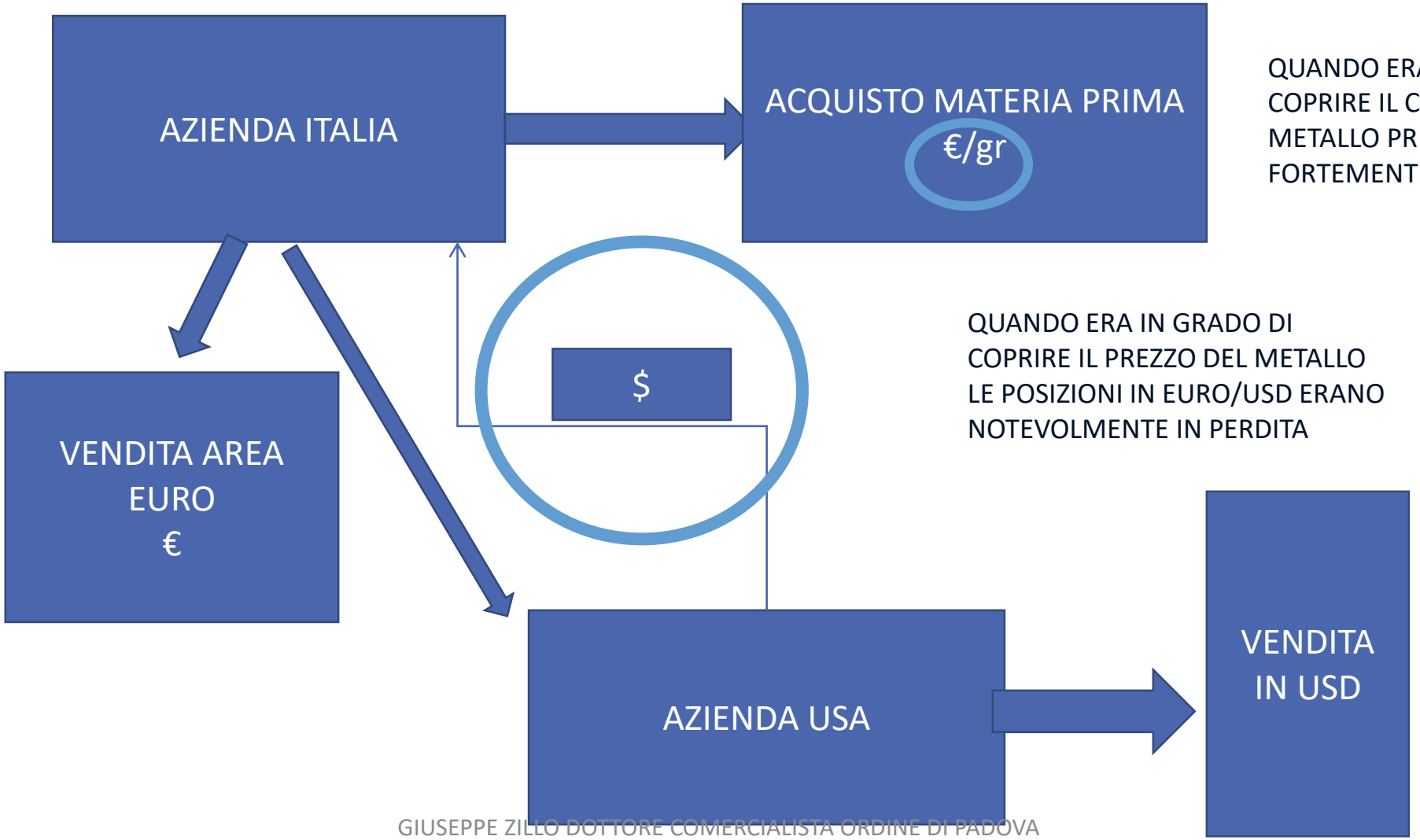
Necessità di coprire l'inversione di trend per salvaguardare la marginalità aziendale



MODELLO DI BUSNESS
CON ERRATA VALUTAZIONE DEL RISCHIO



modello di business ed inefficacia delle azioni intraprese per garantire gli obiettivi



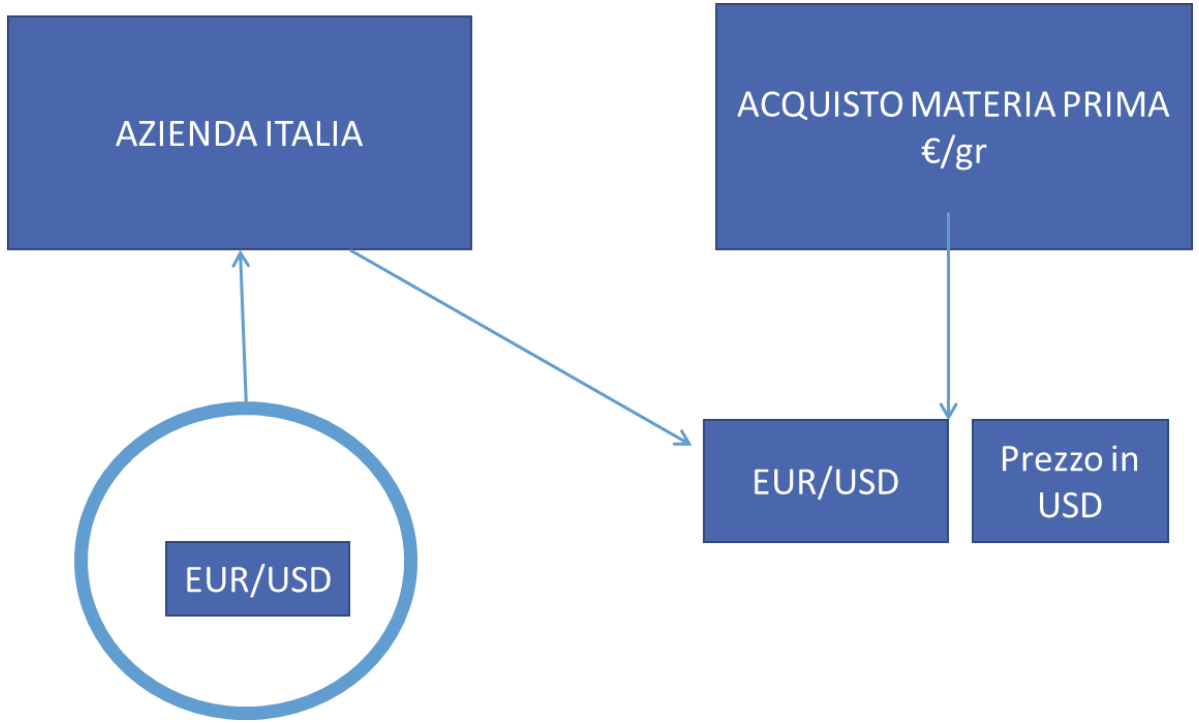
QUANDO ERA IN GRADO DI COPRIRE IL CAMBIO IL PREZZO DEL METALLO PREZIOSO ERA FORTEMENTE SVANTAGGIOSO

QUANDO ERA IN GRADO DI COPRIRE IL PREZZO DEL METALLO LE POSIZIONI IN EURO/USD ERANO NOTEVOLMENTE IN PERDITA

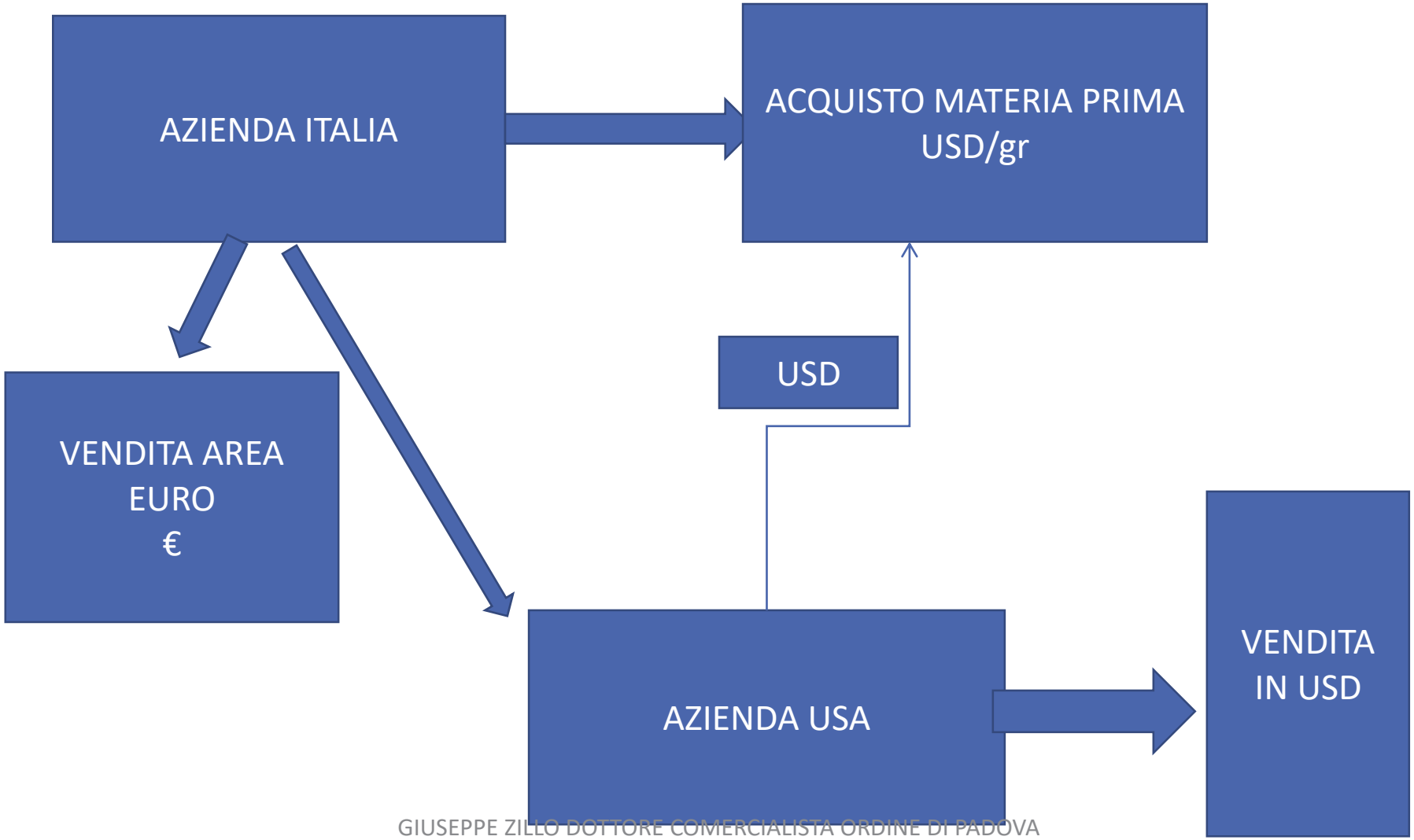
- OGNI QUALVOLTA SI EFFETTUAVA UNA COPERTURA SUGLI INCASSI DI FATTO SI AUMENTAVA L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO ANZICHE' DIMINUIRLA

- OGNI VOLTA CHE SI ACQUISTAVA O SI FISSAVA IL PREZZO DI ACQUISTO DELLA MATERIA PRIMA DI FATTO SI DETERMINAVA IL CAMBIO OBIETTIVO PER LA NEGOZIAZIONE DEGLI INCASSI

- LE COPERTURE EFFETTUATE SU UN CAMBIO OBIETTIVO TEORICO NON ERANO EFFICACI



MODELLO DI BUSNESS MODIFICATO



AZIENDA ITALIA

VENDE I PROPRI MACCHINARI IN PLN

TRAMITE L'AZIENDA CONSOCIATA IN PLN

INCASSA PLN CON CUI PAGA LA CASA MADRE

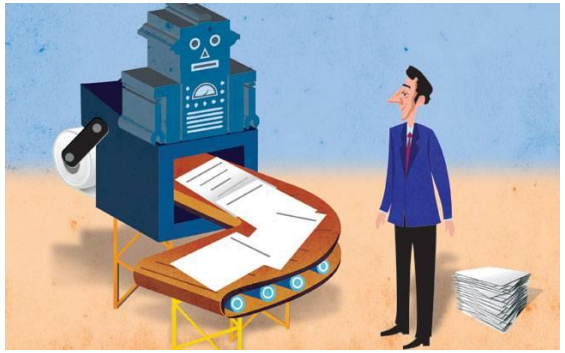
ACQUISTA IN USD DA UN FORNITORE CINESE

IL FORNITORE E' CONVENIENTE SOLO SE IL CAMBIO EUR/USD E' SUPERIORE A 1,25 ALTRIMENTI DIVIENE PIU' CONVENIENTE ACQUISTARE IN AREA EURO

STABILITO IL BUDGET DI ACQUISTO MENSILE DI PRODOTTI DA ACQUISTARE DIVENTA FONDAMENTALE SALVAGUARDARE IL CAMBIO LIMITE DI 1,25 PER NON PERDERE COMPETITIVITA' NEI CONFRONTI DEI COMPETITORS CHE ACQUISTANO DA FORNITORI EUROPEI

VIENE REALIZZATA UNA STRATEGIA DI COPERTURA AD HOC E VENGONO STABILITE LE PROCEDURE OPERATIVE PER LA RILEVAZIONE E LA GESTIONE DEL RISCHIO E DELLE COPERTURE

L’AZIENDA DECIDE SUCCESSIVAMENTE DI COPRIRE ANCHE IL RISCHIO IL EUR/PLN E REPLICA LA STRATEGIA APPLICATA SULL’ESPOSIZIONE EUR/USD AVENDO L’ACCORTEZZA DI PROTEGGERE UN’ESPOSIZIONE LUNGA INVECE CHE UNA CORTA OVVERO L’ESPOSIZIONE IN VENDITA CON STRUMENTI FINANZIARI ADEGUATI



CREA UN BUDGET IL PLN
STABILISCE UN CAMBIO DI LISTINO DA PROTEGGERE
E EFFETTUA LE COPERTURE

DOPO IL PRIMO MESE SI RENDE CONTO CHE NON E’ IN GRADO DI GESTIRE OPERATIVAMENTE LE PROPRIE COPERTURE

ERRORE DI VALUTAZIONE

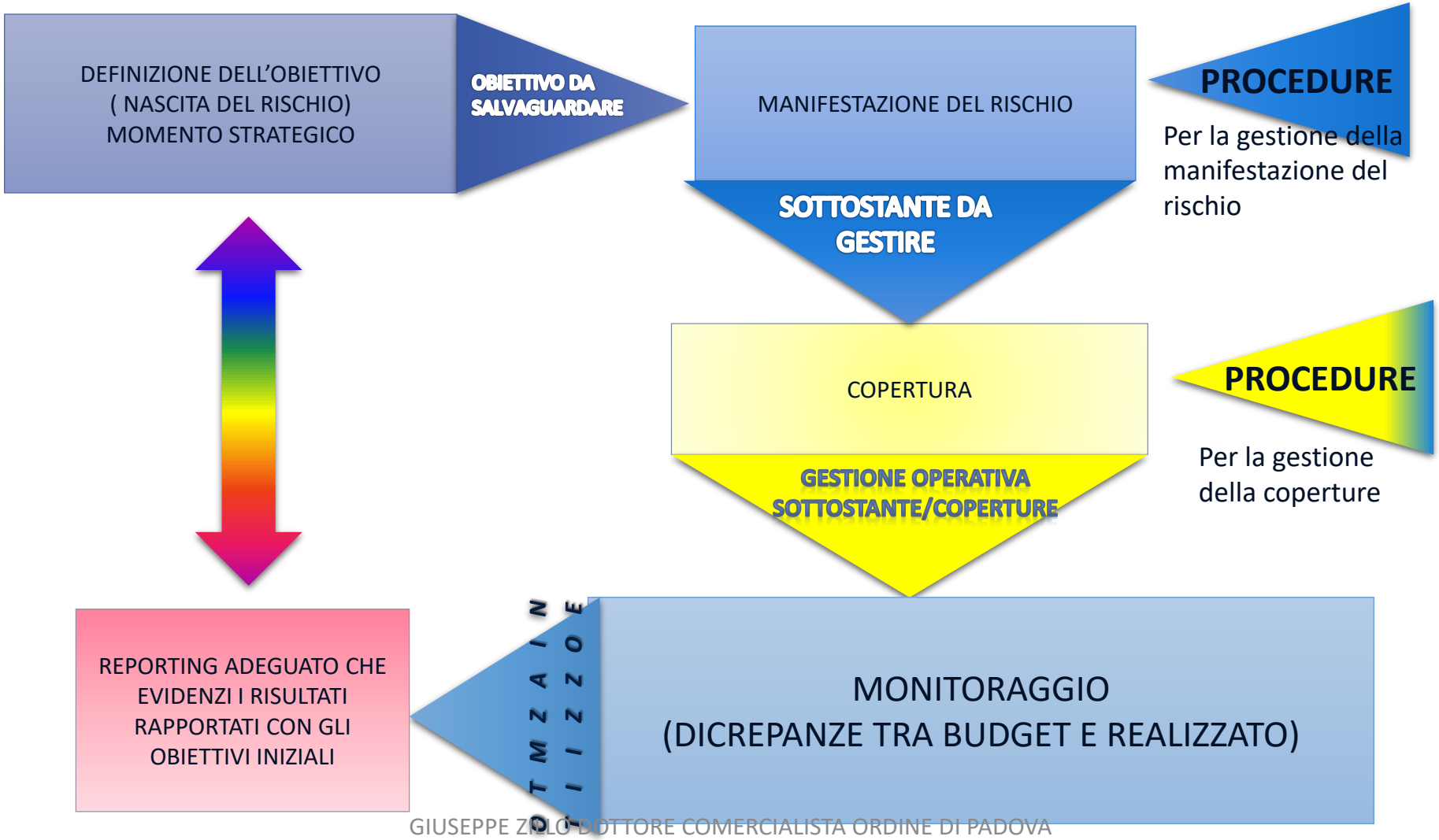
NON TUTTI I RISCHI SI MANIFESTANO NELLA STESSA MANIERA

ANALIZZANDO I PROCESSI CHE IDENTIFICAVANO IL MOMENTO IN CUI NASCEVA IL RISCHIO E GLI OBIETTIVI DA PROTEGGERE CI SI RENDE CONTO CHE IN REALTA' I PREZZI DI VENDITA DEI MACCHINARI NON SONO OTTENUTI DA UN LISTINO IL PLN, **MA VENGONMO DETERMINATI E NEGOZIATI IN EURO E CONVERTITI IN PLN NON SU UN CAMBIO DI LISTINO MA SUL CAMBIO BCE DEL GIORNO DI FATTURAZIONE**

IL RISCHIO NASCE IL GIORNO DELLA FATTURAZIONE E IL CAMBIO DA PROTEGGERE E' IL CAMBIO DEL GIORNO

LE COPERTURE EFFETTUATE A PROTEZIONE DEL CAMBIO OBIETTIVO NON STERILIZZAVANO IL RISCHIO, NE' OTTIMIZZAVANO IL RISULTATO MA INTRODUCEVANO UN RISCHIO

PROCESSO DI GESTIONE DEL RISCHIO



ELEMENTI CHE MINANO IL PROFILO DI RISCHIO

Variano i fatturati

Cambia il segno delle esposizioni

Cambiano le modalità con cui si manifesta l'esposizione

Vengono meno gli incassi dei crediti

Cambiano le convenienze nella gestione finanziaria

Cambiano i modelli di business

REPORTING

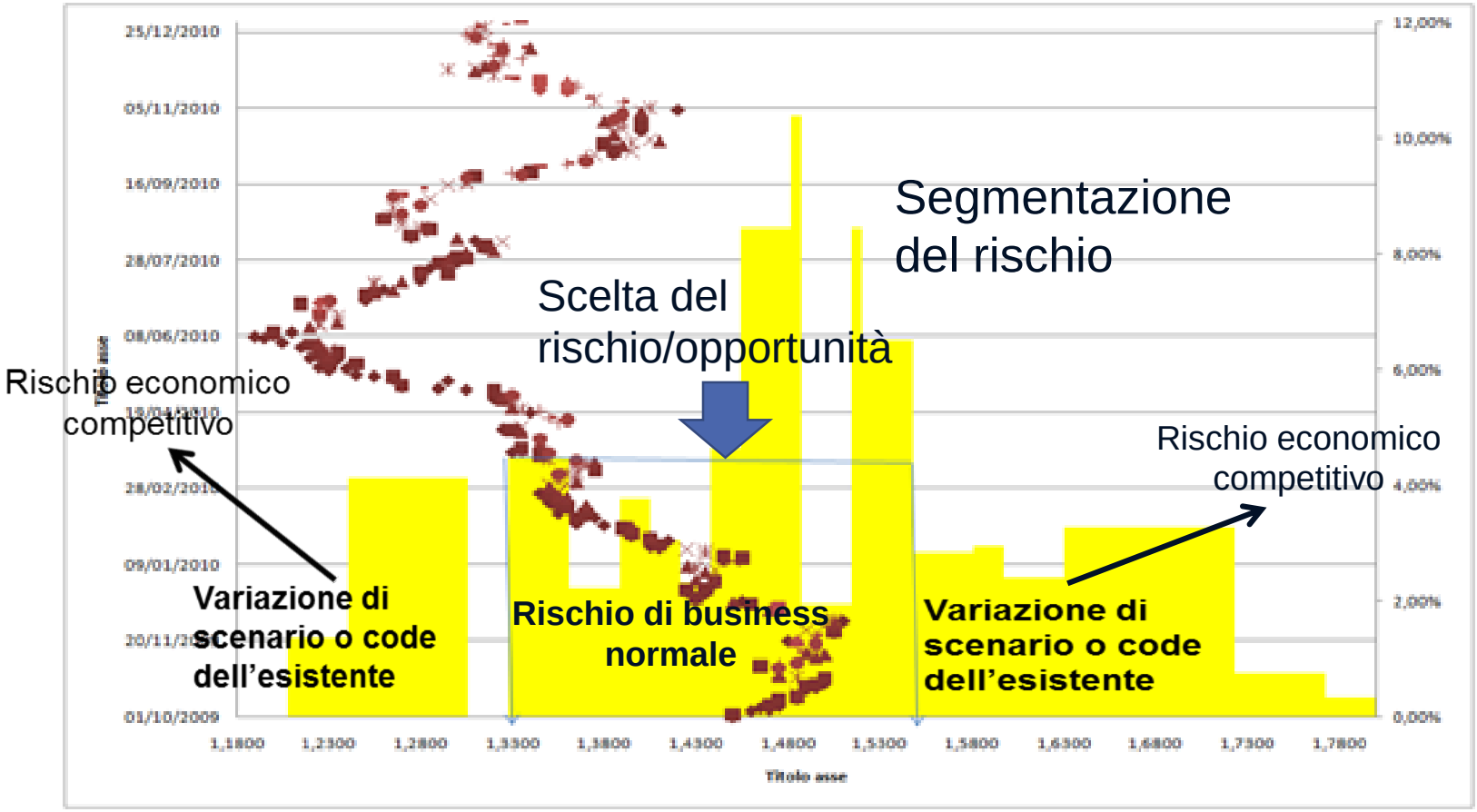
- LA SITUAZIONE PIU' RICORRENTE E' QUELLA DI NON ESSERE IN GRADO DI RIPORTARE IN MANIERA CORRETTA I RISULTATI DELLE AZIONI INTRAPRESE PER GARANTIRE I RISULTATI STRATEGICI, PERCHE' ESSI SONO SPARPAGLIATI NEI NUMERI DEL BILANCIO E NON SI RIESCE AD EVIDENZIARLI

- ANZI SPESSO I REPORT RIESCONO AD EVIDENZIARE RISULTATI ERRATI E NON SOLO NON PERMETTONO DI APPREZZARE I RISULTATI, MA METTONO IN DISCUSSIONE LE STRATEGIE INTRAPRESE

- SPESSO SI EVIDENZIANO SOLO I RISULTATI CONTABILI, DIMENTICANDO
- CHE SE LE STRATEGIE SERVONO PER IL RAGGIUNGIMENTO DI OBIETTIVI STRATEGICI I RISULTATI DEVONO ESSERE CONFRONTATI CON GLI OBIETTIVI E NON CON IL MERCATO

- ALTRE VOLTE SI FANNO CONFRONTI TRA TRIMESTRE E TRIMESTRE; O TRA SEMESTRE E SEMESTRE ; O ADDIRITTURA CON LO STESSO PERIODO DELL'ANNO PRECEDENTE.SI CONFRONTANO PERTANTO VOLUMI ED ESPOSIZIONE NON OMOGENEE E OBIETTIVI DIFFERENTI

Importanza del monitoraggio per il controllo dei fenomeni aziendali



Conclusioni

Quali sono i due capisaldi per una gestione efficace ed efficiente del rischio?

- **chiara definizione degli obiettivi e dei processi sottostanti che alimentano il rischio**
- **Strategia coerente con gli obiettivi aziendali tenendo conto degli aspetti competitivi, economici, aziendali, finanziari**
- **la costruzione di procedure che consentano di monitorare le variazioni negli obiettivi e nei processi che possono alimentare rischi diversi rispetto a quelli gestiti**