
TECNICA DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE

A.A. 2012- 2013

Dott.ssa Tiziana Russo Spena

Dispensa n.2

- **L'assicurazione dei rischi**
- **La gestione del rischio di cambio**

-

L'ASSIRUCAZIONE DEI CREDITI

Tutti gli operatori che intraprendono una qualsiasi iniziativa nei confronti dell'estero si trovano a fronteggiare essenzialmente due categorie di rischio:

- il **rischio di credito**, ossia il rischio insito nel fatto di dovere, in un modo o nell'altro, concedere una dilazione di pagamento alla contropartita estera.
- il **rischio finanziario**, che a sua volta si divide in due capitoli fondamentali:
 - il **rischio di cambio**, ossia il rischio inerente al fatto di ricevere pagamenti (e, ormai nella maggior parte dei casi, di effettuare esborsi all'estero relativi all'acquisto di merci, componenti, servizi da incorporare nella fornitura) in valute diverse dall'euro;
 - il **rischio di tasso**, ossia il rischio connesso da una parte, alla necessità di ricevere crediti per finanziare le operazioni svolte (forniture, investimenti, apporti di capitale), dall'altra parte, alle concessioni di finanziamenti (crediti fornitori) alle controparti estere acquirenti.

Questo secondo rischio funge da amplificatore del primo e necessita di altrettanta attenzione e gestione finanziaria.

Il rischio di credito si divide, a sua volta, in due categorie principali:

- il rischio commerciale, che è connesso all'eventualità che il soggetto estero sia insolvente o inadempiente, sotto molteplici punti di vista (perché non paga merci e servizi ricevuti, perché non rimborsa i crediti, escute indebitamente le fideiussioni rilasciategli, sospende o revoca arbitrariamente la commessa, non ritira le merci anche se conformi alle sue richieste, non adempie alle obbligazioni sociali di sua spettanza, ecc.).
- il rischio paese o rischio politico, che è rappresentato da una serie di eventi, non direttamente imputabili alla singola contropartita, che comunque provocano gli stessi effetti di insolvenza o inadempienza sopra citati, a carico sia di un debitore privato sia di un debitore pubblico.

Contro il rischio di credito è possibile ricorrere all'assicurazione dei crediti presso la SACE.

La SACE istituita con la legge n. 227 del 24/5/1977, ("legge Ossola") è la società italiana di assicurazione dei crediti all'esportazione. Il capitale della SACE S.p.A è sottoscritto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze che nomina i componenti degli organi sociali d'intesa con i ministeri competenti. Essa è stata oggetto di numerosi cambiamenti che sono confluiti in una riforma dell'assicurazione pubblica per l'export, contenuta nel decreto Legislativo n. 143 del 31 marzo 1998 che ha portato alla nascita della nuova Sace (l'Isace) - **Istituto per i Servizi Assicurativi del Commercio Estero**, in sostituzione della Sezione Speciale istituita presso l'INA.

L'attività di assicurazione della SACE S.p.A. è rivolta sia alle imprese italiane che esportano beni e servizi o che realizzano lavori o investimenti all'estero sia alle banche italiane (oppure estere) che finanziano tali operazioni. Essa assume, infatti, in assicurazione e riassicurazione i rischi di carattere politico, catastrofico, economico e commerciale a cui sono esposti gli operatori italiani nelle loro attività con i mercati e paesi esteri garantendone, in questo modo, l'accesso e la competizione anche su mercati più rischiosi

Le continue sollecitazioni di maggiore efficienza, di maggiore operatività e snellezza, il confronto con le realtà assicurative degli altri paesi europei hanno indotto il nuovo istituto, non solo a varare nuovi strumenti assicurativi che meglio possano rispondere alle esigenze degli operatori ma, a

decorrere dal 1° gennaio 2004, a trasformare l'Istituto per i Servizi Assicurativi del Commercio con l'Estero in una società per azioni denominata **Sace S.p.A.** e, nella primavera del 2004, alla creazione di **Sace BT S.p.A.** che opera nel campo della copertura assicurativa del rischio politico e commerciale, dei crediti con scadenza nel breve termine.

L'innovazione che la nuova Sace BT S.p.A. ha introdotto sul mercato assicurativo italiano è che possono essere assicurati i rischi di credito (con scadenza nel breve termine) che gli operatori vantano nei confronti di tutti i mercati esteri compresi i paesi UE e i paesi di 1° categoria OCSE, ossia: Australia, Canada, Giappone, Islanda, Nuova Zelanda, Norvegia, Stati Uniti e Svizzera e, in particolare, i rischi vantati nei confronti di clientela Italiana.

Le direttive della politica assicurativa della SACE sono fissate dal CIPE (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) che in una apposita delibera (delibera n. 93 del 1999) ha specificamente indicato le tipologie di rischi, gli eventi ad essi collegati e le operazioni assicurabili. L'intervento della Sace può, infatti, essere richiesto relativamente alla copertura di determinate tipologie di rischio a condizione che essi siano generati da specifici eventi che vengono denominati Eventi Generatori di Sinistro (EGS) nell'ambito dello svolgimento di ben definite operazioni con l'estero.

Per quanto attiene ai rischi, questi riguardano insieme al rischio del credito le seguenti tipologie:

- 1) **Rischio di produzione** (rischio di mancato recupero dei costi di produzione): si realizza quando l'esecuzione delle obbligazioni contrattuali dell'assicurato, o la produzione dei prodotti ordinati, è interrotta, di norma, per un periodo di sei mesi consecutivi;
- 2) **Rischio del credito**: si realizza quando l'assicurato non può ottenere il pagamento, parziale o totale, degli importi o dei corrispettivi dovutigli entro tre mesi dopo la scadenza;
- 3) **Rischio delle cauzioni, depositi o anticipazioni**: si realizza quando vi è mancata o ritardata restituzione parziale o totale delle cauzioni, dei depositi o delle anticipazioni che gli operatori nazionali sono tenuti a prestare a controparti estere per poter concorrere a gare d'appalto indette all'estero, in sostituzione di trattenute a garanzia, a fronte di pagamenti anticipati o a garanzia di obbligazioni contrattuali assunte per realizzare investimenti all'estero;
- 4) **Rischio di escussione delle fidejussioni**: si realizza quando, per cause non dipendenti da inadempienze contrattuali degli operatori nazionali si pone in essere l'escussione delle fidejussioni che gli operatori nazionali sono tenuti a prestare onde poter concorrere ad aste o appalti indetti dai committenti esteri ovvero a fronte di quote di pagamenti anticipati ;
- 5) **Rischio di distruzione o danneggiamento di beni connessi all'operazione assicurata**: oggetto di tale rischio possono essere beni esportati temporaneamente per la realizzazione della prestazione
- 6) **Rischio di requisizione e di confisca**: si realizza quando vi è un comportamento o un atto autoritativo ed arbitrario da parte di uno Stato estero o di autorità locali che impedisca la riesportazione o la libera disponibilità di beni connessi all'operazione assicurata.
- 7) **Rischio degli investimenti all'estero**: si realizza per l'operatore o per l'impresa nazionale che costituisca, partecipi o controlli società o imprese fuori del territorio nazionale. Il rischio si articola in:
 - 7.1 rischio di perdite del capitale investito a causa di perdite patrimoniali da parte della società costituita all'estero o di definitiva impossibilità della prosecuzione della sua attività
 - 7.2 rischio di perdite economiche connesse allo svolgimento dell'attività di impresa;
- 8) **Rischio di variazione del corso dei cambi**: si verifica nel caso di contratti stipulati in valute estere e per offerte formulate dagli operatori nazionali al fine di partecipare ad aste o appalti indetti da committenti esteri;
- 9) **Rischio di variazione dei prezzi internazionali delle merci**: si verifica nel caso di merci ottenute a seguito di operazioni di countertrade;

10) **Rischio di mancato rimborso di finanziamenti:** si verifica nel caso di finanziamenti concessi da banche agli operatori nazionali a fronte di esportazioni di merci o prestazioni di servizi, esecuzioni di lavori, studi e progettazioni, nonché a fronte di acquisti di materie prime o semilavorati necessari alla produzione di beni destinati all'esportazione .

La copertura di tali rischi è assicurata purché associata alle seguenti tipologie di Eventi generatori di sinistri

- a. insolvenza di diritto o di fatto del debitore privato e, se del caso, del suo garante;
- b. mancato adempimento di tutte le obbligazioni del debitore e se del caso del suo garante connesse allo svolgimento dell'operazione assicurata, siano esse pecuniarie o meno;
- c. decisione dell'acquirente in un'operazione sia di credito fornitore, sia di credito acquirente di sospendere o revocare il contratto commerciale o di rifiutare l'accettazione delle merci e/o servizi senza averne la facoltà giuridica
- d. comportamento o decisione di un Paese estero che ostacolino o danneggino in qualsiasi modo l'attività dell'esportatore o dell'investitore;
- e. moratoria generale disposta dal Governo del Paese estero;
- f. mancato trasferimento valutario;
- g. disposizioni legali adottate dal Paese estero;
- h. decisione da parte di enti sovranazionali (ONU; CEE) concernenti gli scambi commerciali tra uno Stato membro e Paesi terzi come, ad esempio, un divieto di esportazione (embargo);
- i. cause di forza maggiore (guerra, insurrezioni, tumulti)

Inoltre, con riferimento alla natura giuridica della controparte estera la legge individua due categorie principali di debitore:

- debitore Pubblico (a sua volta classificabile in):
 - *sovrano*: Ministero delle Finanze, Banca Centrale ovvero ogni altro ente in grado di impegnare la responsabilità dello Stato
 - *non sovrano*: ad esempio, un Ente/Istituto di diritto pubblico non in grado di impegnare la responsabilità dello Stato
- debitore Privato: società per azioni oppure banche

A seconda dell'evento generatore e della natura giuridica del debitore/controparte, i rischi precedentemente elencati vengono anch'essi distinti in rischi politici e commerciali.

Il rischio commerciale, presente solo nel caso in cui la controparte estera sia rappresentata da un debitore privato, comprende l'area dei possibili sinistri precedentemente definiti commerciali ossia causati dagli eventi indicati alla lettera a, b, c. Il rischio politico, invece, nel caso di debitore/controparte privata comprende l'area dei sinistri causati dagli eventi indicati alle lettere da d) a i); per i debitori pubblici, invece, quella degli eventi indicati alle lettere da b) a i) (cfr. fig. n.9). Tale distinzione risulta particolarmente significativa in quanto in funzione di essi la Sace definisce la misura e le condizioni secondo le quali accordare la propria copertura assicurativa.

DEBITORE PUBBLICO		Rischio Politico							
DEBITORE PRIVATO	Rischio Commerciale			Rischio Politico					
	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)	h)	i)

TIPOLOGIA EVENTI GENERATORI DI SINISTRI

Per quanto attiene alla tipologia di operazioni assicurabili, esse possono riguardare sia direttamente le attività d'impresa svolte dall'operatore italiano nei confronti dell'estero, che l'attività di finanziamento propria delle banche italiane (o estere) a sostegno delle attività internazionali dell'impresa.

Condizioni di assicurabilità e aspetti operativi

Nel decidere se assicurare o meno un'operazione, la SACE conduce una complessa valutazione che si articola in due momenti principali:

- in primo luogo definisce l'atteggiamento assicurativo nei confronti del Paese destinatario dell'intervento.
- in secondo luogo valuta ogni operazione individualmente nel merito, analizzando gli elementi di rischio intrinseci quali il merito di credito delle controparti debentrici o garanti oltre che gli aspetti commerciali-finanziari dell'operazione stessa.

Da queste valutazioni SACE trae gli elementi per definire le condizioni di assicurabilità nei confronti di ogni singolo Paese e le eventuali specifiche condizioni che possano ritenersi opportune in relazione alle tipologie di operazioni da realizzare.

Con riferimento al primo punto, la SACE sulla base di una specifica classificazione del profilo di rischio del Paese del debitore, può deliberare nei suoi confronti l'apertura assicurativa, con o senza restrizioni, oppure la sua chiusura soggetta ad eventuali deroghe.

L'analisi del profilo di rischio dei Paesi è realizzata in modo congiunto da tutte le agenzie di credito all'esportazione (ECA) dei Paesi membri dell'OCSE nell'ambito di un gruppo di lavoro creato ad hoc per tale scopo. Essa individua 7 distinte categorie di rischio ordinate in maniera crescente (alla categoria 1 corrisponde il minor rischio; alla 7 il maggiore) a loro volta raggruppate in quattro classi (dalla A alla D). A ciascuna classe corrisponde, pertanto, uno specifico atteggiamento di politica assicurativa della SACE.

Classe	Atteggiamento	Dettaglio
A	Apertura senza particolari restrizioni	Questo gruppo comprende tutti i Paesi industrializzati e i Paesi emergenti che non presentano particolari aspetti di rischiosità. Normalmente si tratta dei paesi con un <i>rating "investment grade"</i> (secondo le Agenzie di rating) e/o dei paesi che l'OCSE pone nella 1a e nella 2a categoria e di alcuni di quelli della 3a categoria. Tali Paesi non sono assoggettati a particolari forme di cautela; si applicano tuttavia alle singole operazioni i normali criteri di valutazione dei rischi, soprattutto nel caso in cui le controparti siano soggetti privati (banche o imprese) o altri soggetti comunque privi di garanzia dello Stato
B	Apertura con restrizioni	Comprende la maggioranza dei Paesi che l'OCSE pone nelle categorie dalla 3a alla 6a e alcuni paesi della categoria 7a. L'atteggiamento nei confronti di tali paesi è definito partendo dal presupposto che occorre verificare, in relazione alla situazione politica e/o economico-finanziaria di ogni singolo Paese, l'opportunità di prevedere restrizioni specifiche per determinate tipologie di operazioni relativamente alla controparte, importo, durata, etc..
C	Cautela	Si tratta dei Paesi per i quali è prevista o è stata realizzata la cancellazione del debito. La SACE adotta un atteggiamento di particolare cautela, limitando la propria operatività ad alcune tipologie di operazioni, con l'obiettivo di evitare interventi che possano contribuire a ricreare le condizioni per un nuovo aggravamento dell'onere debitorio. In questo senso si preferiranno operazioni in compartecipazione con organismi multilaterali (come la Banca Mondiale) o bilaterali (come Simest), operazioni che presentino validi meccanismi di mitigazione del rischio paese (come nel caso di paesi esportatori di materie prime che possano formare oggetto di garanzie collaterali), eccetera;
D	Di sospensiva e pausa di riflessione	Paesi di categoria 7° per i quali l'operatività di SACE è particolarmente limitata in considerazione del fatto che essi non sono in grado di ripagare prestiti a condizioni prevalentemente di mercato o presentano particolari problemi di instabilità politica ed economica. Se SACE ritiene che questa situazione sia strutturale, propenderà per un atteggiamento di sospensiva; se la situazione di crisi tende ad avere connotati congiunturali, SACE può definire una pausa di riflessione in attesa di poter valutare meglio gli sviluppi della situazione e prendere una decisione definitiva di chiusura o di apertura. Deroghe alla sospensione dell'assunzione di nuovi impegni potranno essere considerate in presenza di concreti elementi di mitigazione dei rischi (come, ad esempio, il fatto che le operazioni siano finanziate anche parzialmente dalla Banca Mondiale, da altre ECAs o da banche regionali di sviluppo), oppure nel caso di domande relative alla copertura di investimenti all'estero o di rischi accessori (rischio di produzione, rischio delle cauzioni/fideiussioni, rischio di distruzione, rischio di requisizione).

La categoria di rischio del Paese del debitore determina non solo l'accettazione o meno della relativa richiesta di copertura assicurativa ma rappresenta anche uno degli elementi principali nella determinazione del premio o costo assicurativo per la specifica operazione posta in essere.

A ciascuna categoria di rischio del Paese secondo quanto stabilito dagli accordi OCSE corrisponde, infatti, un premio minimo cosiddetto "Minimum Premium Benchmark" (MPB) nel caso di operazioni di copertura del rischio del credito nei confronti di un debitore/garante sovrano (di norma Ministero delle Finanze, Banca Centrale, etc.). Pertanto, nessuna ECA (e quindi neppure la SACE) in caso di debitore sovrano può applicare nelle operazioni di assicurazione dei rischi del credito un premio inferiore al MPB corrispondente alla categoria di rischio del Paese del debitore.

Per le altre controparti debentrici il calcolo del premio tiene conto ugualmente del MPB a cui viene applicata una maggiorazione che varia in relazione alla classe di premio di appartenenza del debitore/garante determinata in funzione del rispettivo merito creditorio.

Risulta opportuno evidenziare che, indipendentemente dalla classe di collocazione del Paese, tutte le operazioni devono essere esaminate singolarmente al fine di valutare il merito di credito delle controparti.

Il premio assicurativo varia, inoltre, anche in funzione di altri elementi quali la tipologia di rischio per la quale è richiesta la copertura, la durata dell'operazione, la percentuale di copertura accordata e così via.

Gli strumenti assicurativi offerti

La politica assicurativa della SACE nel corso degli anni è stata caratterizzata da una costante evoluzione che ha visto affiancare ai tradizionali strumenti dell'assicurazione del credito all'esportazione nuove formule di copertura assicurativa ispirate alle attuali situazioni del mercato e ai connessi e molteplici problemi che le imprese si trovano a fronteggiare nelle loro operazioni con l'estero.

L'offerta assicurativa della Sace si presenta, infatti, molto varia e strutturata in modo da tener conto delle differenti esigenze che si associano alle diverse dimensioni, attività e strategie aziendali. La gamma delle polizze offerte da Sace S.p.A. e da Sace BT S.p.A. risponde infatti alle esigenze di copertura del rischio commerciale in abbinamento al rischio politico o in abbinamento ad altri rischi (produzione, indebita escussioni garanzie, mancata restituzione di cauzioni-depositi anticipazioni, ecc.), variabili dal tipo di polizza, riguardanti le vendite, le prestazioni di servizi, le esecuzioni di opere e lavori e le altre tipologie di operazioni assicurabili che presentino una dilazione di pagamento nel breve, medio e lungo termine (fino a 5 e più anni).

La Sace, inoltre per quanto attiene alla modalità di accesso al suo sistema di garanzie, ha conferito alle imprese la possibilità di scegliere una duplice modalità: diretta e indiretta.

La modalità del primo tipo si caratterizza per il rapporto diretto che le imprese vengono ad instaurare con la Sace e, pertanto, gli strumenti assicurativi che rientrano in questa tipologia sono gestiti direttamente dalla SACE. La modalità indiretta, invece, attraverso l'utilizzo degli strumenti agevolativi che essa prevede, consente alle imprese di beneficiare degli effetti dell'intervento assicurativo rivolgendosi direttamente alle Banche e/o alle Società assicurative private appositamente indicate dalla Sace. In questo modo la controparte nel rapporto assicurativo con la SACE viene ad essere rappresentata dalle Banche o Società assicurative a cui l'impresa può rivolgersi per garantire le proprie operazioni con l'estero.

Nella prima tipologia di strumenti rientrano i seguenti prodotti assicurativi

- **Polizza Individuale o polizza di credito fornitore:** è lo strumento con il quale le imprese italiane possono garantirsi contro uno o più rischi cui vanno incontro nell'esportazione di merci, nella prestazioni di servizi o nell'esecuzione di lavori all'estero.
- **Polizza multiexport:** strumento ideato per soddisfare le esigenze delle imprese italiane - Piccole, Medie e Grandi -che effettuano transazioni ripetute verso uno o più acquirenti esteri con dilazioni di pagamento non superiori ai 12 mesi. Caratteristica della polizza globale è la rotatività dei massimali di rischio stabiliti, ossia, la possibilità di reintegrare il fido sulla base dei pagamenti effettuati dal debitore alle scadenze dovute;
- **Polizza Investimenti:** copre il rischio a cui è soggetto l'operatore nazionale che avendo investito in una società estera (attraverso l'acquisizione di una quota di partecipazione al capitale sociale), non sia in grado di recuperare il capitale o il reddito prodotto direttamente dall'impresa costituita all'estero (nonché qualsiasi altra somma a qualunque titolo ad essa spettante). La SACE può assicurare investimenti diretti alla costituzione di una nuova impresa, ovvero, destinati all'acquisto o allo sviluppo di un'impresa esistente privata o in corso di privatizzazione. Questi possono essere realizzati anche indirettamente mediante società costituite all'estero purchè controllate dall'impresa nazionale. La polizza garantisce la copertura degli eventi di natura politica e catastrofica;
- **Polizza Leasing:** è un prodotto creato per consentire lo sviluppo delle vendite all'estero di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto prodotti da imprese italiane. Essa consente di

assicurare il rischio del credito e il rischio politico connessi ad operazioni di Cross Border Leasing, nonché il rischio di distruzione, danneggiamento e confisca dei beni oggetto del contratto di leasing.

Ciascun prodotto è rivolto ad assicurare specifiche tipologie di operazioni nell'ambito del verificarsi di alcune tipologie di rischio generati da eventi di carattere commerciale o politico.

I prodotti che rientrano nella seconda tipologia individuano quali beneficiari diretti le banche e le società finanziarie sia italiane che estere in virtù di finanziamenti da questi ultimi accordati per il supporto alle attività internazionali di operatori nazionali

Tra le tipologie di prodotti vi sono i seguenti:

- **Polizza di credito Acquirente:** tale strumento assicura i crediti, a breve e a medio lungo termine, concessi da istituti bancari italiani (o esteri) a Stati e banche centrali esteri, a banche, enti o imprese (pubblici o privati) di Paesi esteri destinati al pagamento di esportazioni italiane (o attività ad esse collegate), di prestazioni di servizi, esecuzione di lavori, studi e progettazioni, ecc. Tale polizza copre, quindi, il rischio di credito al quale è sposta la banca nella concessione di crediti a debitori esteri per il pagamento di operazioni d'affari con un partner italiano.
- **Polizza conferma di credito:** è lo strumento attraverso il quale è possibile coprire rischio di credito a cui è esposta la banca italiana per la conferma concessa a fronte di "crediti documentari" disposti da una banca estera per il pagamento di esportazioni italiane o operazioni ad esse collegate. La polizza di conferma credito può essere di due tipi:
 - conferme di credito documentario: prevede la possibilità di assicurare le singole conferme sui crediti documentari
 - linee di credito interne : prevede la possibilità di stabilire un massimale sul quale imputare i crediti documentari confermati.

Per entrambe le tipologie la copertura assicurativa può essere concessa sia per i soli eventi generatori di sinistro di natura politica, sia per gli eventi generatori di sinistro di natura commerciale. In quest'ultimo caso è prevista una preventiva specifica dei nominativi delle banche estere al fine di procedere alla loro valutazione

- **Convenzioni quadro:** Sono accordi tra Sace ed istituti di Credito italiani o esteri introdotti con la finalità specifica di agevolare le imprese nel ricorso alla copertura assicurativa delle proprie operazioni con l'estero. Attraverso esse, le banche italiane possono coprire tutti i rischi di credito a cui sono esposte con riferimento ad un portafoglio composto da controparti bancarie in più paesi (appositamente specificati nella convenzione). Le Convenzioni Quadro assicurano, infatti, operazioni con caratteristiche prestabilite, verso Paesi e debitori predeterminati, a condizioni assicurative prestabilite e nell'ambito di plafonds concordati. La conoscenza, a monte, di Paesi e debitori esteri assicurati, insieme alle rispettive condizioni, permette, infatti, di inserire autonomamente le operazioni con le caratteristiche previste, senza necessità di chiedere alla SACE specifiche autorizzazioni, riducendo così i tempi di risposta alle imprese che ne vogliono beneficiare. Le tipologie di operazioni assicurabili all'interno di dette Convenzioni possono assumere la forma di Conferme di crediti documentari o di Crediti acquirenti.

LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CAMBIO

Fra le problematiche ed i rischi che un'impresa operante con l'estero incontra quella riferita alla gestione di flussi finanziari espressi in un'unità di conto diversa da quella nazione nazionale assume una particolare importanza.

La problematica della gestione del rischio di cambio si sviluppa nell'ambito di una dimensione più ampia che va ben oltre le mere transazioni commerciali. La variazione dei tassi di cambio può comportare una serie di effetti sull'economicità della gestione di un'impresa internazionali. La valutazione di tali effetti è direttamente legata al concetto di esposizione al rischio di cambio ossia la "sensibilità dei flussi economico-finanziari aziendali alle variazioni dei tassi di cambio".

Esistono infatti diverse tipologie di rischio di cambio, cui corrispondono altrettanti profili di esposizione al rischio. Sulla base dei diversi fattori che influenzano l'esposizione al rischio di cambio, è possibile distinguere tra:

- il rischio di cambio strategico;
- il rischio di cambio di traduzione;
- il rischio di cambio operativo.

Rispetto agli altri rischi comunque, il rischio di cambio non indica necessariamente un evento sfavorevole, ma piuttosto una situazione di incertezza, che potrebbe trasformarsi sia in un evento dannoso per l'operatore, che in uno favorevole.

Il **rischio di cambio strategico** è associato a quelle componenti dell'esposizione al rischio di cambio che non hanno natura strettamente finanziaria, ma dipendono dalle dinamiche competitive delle imprese e del settore in cui operano. Le scelte strategiche, ovvero quelle relative alle combinazioni prodotti-mercati-tecnologie, possono, infatti, generare un'esposizione al rischio di cambio. Il caso più evidente è quello di un'impresa che esporta larga parte della propria produzione o che importa larga parte dei fattori di produzione che utilizza, o dei beni che distribuisce, nel proprio paese. E' possibile, però, immaginare anche casi diversi: la maggior parte dei settori dell'industria e del commercio sono sempre più esposti alla concorrenza internazionale e, per questo motivo, le variazioni dei tassi di cambio influenzano anche imprese che vendono e comprano solo nel proprio paese, fatturando solo nella propria valuta.

Per esempio, le vendite, in Italia, di scarpe da tennis di un'impresa italiana potranno risentire negativamente dell'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, se ciò renderà meno costose le scarpe da tennis prodotte negli USA. Analogamente, le fluttuazioni del tasso di cambio euro/yen influenzeranno l'andamento stagionale per un albergo della Riviera Ligure, perché determineranno la convenienza per i turisti giapponesi a trascorrere le vacanze in Italia invece che, per esempio, in

Il **rischio di cambio di traduzione** deriva, invece, dalla necessità di "tradurre" bilanci in valuta estera nella valuta domestica. Le variazioni del tasso di cambio possono influenzare, infatti, la conversione in valuta nazionale di valori di bilancio originariamente denominati in valute estere. I due casi in cui ciò può avvenire riguardano:

- · le imprese che detengono partecipazioni in società con sede legale in un altro paesi, il cui valore dipende, tra l'altro, dal tasso di cambio di conversione applicato;
- · i gruppi di società costituiti anche da società con sede all'estero, tenuti alla redazione del bilancio consolidato, il quale è influenzato dai tassi di cambio utilizzati.

Il **rischio di cambio operativo (o di transazione)** deriva dall'esistenza di flussi finanziari in valuta, generati da transazioni commerciali in corso o eventualmente previste su un dato orizzonte temporale.

Questa componente dell'esposizione al rischio di cambio è certo quella più vicina alla realtà operativa di tutti i giorni. Il rischio di cambio operativo deriva, oltre che dalle operazioni (cessioni e

acquisti) commerciali, anche dalle operazioni finanziarie (investimenti e finanziamenti), in tutti i casi in cui esse siano denominate in valuta estera e generino flussi di cassa in valuta estera non compensati da altri flussi di pari ammontare, di pari scadenza e di segno opposto, nella stessa divisa.

L'oscillazione dei cambi comporta, infatti, per le imprese il rischio che deriva dall'incertezza circa la quantità di Euro che si dovranno utilizzare per effettuare un pagamento in valuta estera (dollaro, yen, ecc.) o la quantità di Euro che si incasseranno, quando si riceve un pagamento a proprio favore espresso in moneta estera.

In generale, per gli operatori che vantano dei crediti denominati in valuta estera il rischio di cambio consiste nel rischio che l'euro si apprezzi nei confronti di quella valuta; se ciò avviene, infatti, il controvalore in euro del credito diminuisce. Per esempio, per un'impresa italiana che produce scarpe, e che vanta 1 milione di dollari di crediti verso un grossista di New York, il rischio è che, al momento dell'incasso dei dollari questi valgano meno di quanto valevano al momento della fatturazione.

Si può generalizzare il tipo di esposizione al rischio di cambio operativo secondo queste indicazioni:

- · in caso di fatture emesse in valuta estera e conseguente credito commerciale in valuta, il rischio è l'apprezzamento dell'euro;
- · in caso di fatture d'acquisto in valuta estera e conseguente debito commerciale in valuta, il rischio è il deprezzamento dell'euro;
- · in caso di investimento in attività finanziarie denominate in valuta estera, il rischio è l'apprezzamento dell'euro;
- · in caso di debito finanziario denominato in valuta estera, il rischio è il deprezzamento dell'euro.

Per evitare questa situazione d'incertezza difficilmente prevedibile al momento della conclusione del contratto espresso in valuta estera, occorre ricercare degli accorgimenti tecnici che in qualche modo consentano di eliminare - o per lo meno ridurre - tali elementi di incertezza.

La copertura del rischio di cambio operativo

La copertura del rischio di cambio (operativo) è un aspetto cruciale nell'ambito dell'attività di ogni operatore economico che ha rapporti con l'estero, quando la transazione commerciale è espressa in una moneta diversa dall'unità di conto.

Le imprese possono cautelarsi contro tale rischio sia ricorrendo ad alcuni accorgimenti che attengono alla predisposizione del contratto di compravendita, oppure facendo ricorso ad operazione di carattere finanziario o, infine, attraverso l'acquisto di specifici prodotti sul mercato dei cambi¹.

Per quanto attiene agli strumenti del primo tipo si segnalano:

- La fatturazione in unità di conto nazionale
- Il *pairing* interno
- Il prezzo contrattuale
- La clausola di cambio

Tra le operazioni finanziarie si individuano:

- L'anticipazione in valuta
- Il finanziamento in valuta

¹ Il mercato dei cambi è costituito dall'insieme delle negoziazioni finalizzate allo scambio di disponibilità monetarie denominate in due valute diverse. Si può dire, in altre parole, che il mercato dei cambi è il mercato in cui si negozia e si compravende il bene "divisa".

Per gli strumenti del terzo tipo si segnalano:

- Compravendita di valuta a termine (contratti Forward)
- L'acquisto di opzioni
- Gli *swaps*
- I *futures*

Nel seguito è riportato per ciascuna tipologia una breve descrizione

FATTURAZIONE IN UNITÀ DI CONTO NAZIONALE

Fatturare le proprie vendite in unità di conto nazionale anziché in moneta estera o riuscire ad acquistare dall'estero merci o servizi concordando che il pagamento venga effettuato in Euro, non comporta per l'operatore alcun rischio di cambio.

In questo caso sarà la controparte estera che si esporrà al rischio di cambio. E' evidente che non è così semplice per un'impresa riuscire ad imporre tale soluzione, perché concorrono diversi fattori ad influenzare e condizionare la scelta della moneta di fatturazione. Prima di tutti la situazione di taluni mercati o di taluni prodotti dove la moneta in cui avviene la transazione è unica per consuetudine. A titolo di esempio il petrolio viene quotato in dollari USA. Alcuni paesi poi, in particolare i paesi ad economia non avanzata, impongono che il regolamento delle loro esportazioni o importazioni debba avvenire soltanto in determinate monete, non avendo le banche di quel paese rapporti di conto con banche italiane e quindi non avendo conti in euro da utilizzare per eseguire i regolamenti con l'estero. Da ultimo la forza contrattuale delle parti. Fatturare o farsi fatturare in unità di conto nazionale comporta infatti per l'altra parte l'assunzione del rischio di cambio, per cui occorre verificare se e in quale misura la controparte estera sarà disposta ad accettare il regolamento in euro.

PAIRING INTERNO

Il Pairing interno è il bilanciamento delle attività e passività in valuta esistenti o previste nel corso di un orizzonte temporale di 9 -12 mesi al massimo. Non è indispensabile che i cash - flow in entrata e in uscita siano riferiti alla stessa valuta: a ciò infatti si può ovviare tramite o l'accensione di finanziamenti o l'utilizzo dei conti valutari. Ad esempio un'azienda con un credito da incassare in dollari, con scadenza tre mesi, dovendo oggi pagare un debito in yen, può accendere un finanziamento in dollari a tre mesi, che sarà estinto con il futuro introito, comprando il controvalore in yen da pagare. Oppure se un'impresa riceve un bonifico dall'estero, avendo però la certezza che lo stesso importo dovrà essere pagato dopo un certo periodo di tempo è possibile depositare la divisa su un conto valutario, percependo gli interessi attivi per il periodo di riferimento, e poi prelevarla per il pagamento, senza incorrere in un doppio rischio di cambio. Questa modalità operativa richiede ovviamente numerosi flussi valutari in entrata ed uscita, ma soprattutto una attenta gestione degli stessi, per ottimizzare il margine finanziario e quello economico. E' quindi indirizzata ed utilizzata solo da imprese di un certo standing dimensionale ed operativo, ma non da quelle con operazioni in valuta occasionali.

UTILIZZO DEL PREZZO DI VENDITA

La possibilità di coprirsi dal rischio di cambio, intervenendo sul prezzo di vendita in fase di offerta, consiste nel praticare un prezzo, espresso in valuta estera, più alto di quello effettivo. Così facendo, nel caso in cui il cambio scenda rispetto a quello di mercato al momento in cui viene concluso il contratto, il venditore non subirà alcuna perdita, in quanto la stessa è assorbita (in tutto o in parte)

dal prezzo più alto. Questa possibilità può essere praticata soltanto quando è possibile alzare il prezzo senza perdere competitività.

CLAUSOLA DI CAMBIO

La clausola di cambio è una clausola che consiste nel prevedere contrattualmente la possibilità di una revisione del prezzo, nel caso in cui al momento del regolamento il rapporto di cambio risulti sfavorevole per uno dei due contraenti. In pratica, in un accordo commerciale che prevede il pagamento in valuta estera, tale clausola tende ad ancorare la conversione della valuta di fatturazione ad un parametro di cambio prefissato. Se poi il giorno in cui avviene il regolamento il cambio differisce rispetto al parametro prefissato, il prezzo modificato. Questa possibilità deve essere formulata in termini chiari, stabilendo i parametri di riferimento e la percentuale di oscillazione consentita, rispetto al parametro, per poter usufruire della clausola stessa. Questo strumento non è molto utilizzato perché, in genere, non è gradito all'operatore che opera nella propria moneta nazionale. Infatti, questo accorgimento si adatta ad un inserimento nel contratto soltanto quando l'oggetto della transazione riguarda quei settori merceologici dove il prezzo della materia prima è soggetto a continue e repentine oscillazioni e dove il contraente che voglia cautelarsi in tal modo ha sufficiente forza contrattuale.

ANTICIPAZIONE IN VALUTA ESTERA

Con l'anticipazione in valuta estera l'esportatore che concede al proprio cliente una dilazione di pagamento ottiene dalla propria banca l'anticipo dell'importo che dovrà ricevere dal compratore alla scadenza concordata. Per non correre il rischio di cambio, l'esportatore dovrà comunque chiedere l'anticipo alla propria banca al momento della conclusione del contratto. La banca che concede l'anticipo negozierà contro Euro la valuta estera acquistata, accreditando il relativo controvalore sul conto corrente dell'esportatore. L'operazione di anticipazione in valuta del futuro ricavo consente all'esportatore di ottenere con un'unica operazione due risultati. Il primo è quello di chiudere il rischio di cambio il secondo è quello di smobilizzare da subito il proprio credito trasformandolo in incasso a vista. Naturalmente l'anticipo sarà concesso nella stessa valuta di fatturazione per un periodo che di solito è pari alla dilazione concessa al compratore estero. Quando il compratore pagherà l'importo della fornitura, lo stesso sarà trattenuto dalla banca che ha concesso l'anticipo per estinguerlo.

FINANZIAMENTO IN VALUTA

Con il **finanziamento in valuta** il compratore di un bene, che deve pagare ad una scadenza futura l'importo espresso in valuta estera, può incaricare la banca di acquistare a pronti la valuta stessa quando il cambio gli sembra favorevole oppure, per chiudere immediatamente l'eventuale rischio di cambio, farlo al momento in cui conclude il contratto di acquisto.

Con la **compravendita di valuta a pronti** (che costituiscono il mercato dei cambi a pronti, detto anche "spot") il regolamento, cioè lo scambio effettivo delle disponibilità denominate in valute diverse, ha luogo, di norma, il secondo giorno lavorativo successivo a quello di stipula del contratto. Il prezzo che si forma su questo segmento del mercato è detto "tasso di mercato a pronti".

Con la **compravendita di valuta a termine** il regolamento è differito nel tempo (pochi giorni, poche settimane, o addirittura 18 o 24 mesi), per espressa volontà delle parti, per più di due giorni lavorativi successivi alla stipula. Non bisogna confondere queste operazioni con quelle a pronti: anche se il regolamento avviene successivamente, tutti gli elementi del contratto, compreso il tasso di cambio, sono predeterminati contrattualmente. Il tasso di cambio predeterminato con questi contratti è definito "tasso di cambio a termine".

La banca, in base alle istruzioni ricevute, accantona così l'importo in valuta in un conto intestato al compratore in attesa di effettuare il pagamento all'estero. La convenienza per l'importatore di una operazione simile presuppone una situazione finanziaria molto forte tale da consentire l'investimento e la previsione che il costo dell'immobilizzo gli consenta di realizzare un vantaggio economico dovuto alla perdita di cambio rispetto a quanto concordato con il venditore.

CONTRATTO A TERMINE

Il contratto a termine (o Forward) permette di fissare il prezzo di acquisto e vendita di un importo di divisa per una determinata data, che deve essere oltre i primi due giorni lavorativi (oltre valuta spot), ad un cambio stabilito in sede di stipulazione del contratto.

Obiettivo del contratto è quello di acquistare o vendere valuta estera in un momento temporale anticipato rispetto all'effettivo incasso o pagamento in valuta, consentendo così all'impresa di conoscere anticipatamente a quale tasso di cambio incasserà o pagherà il credito/debito in valuta che maturerà ad una certa data futura.

Attraverso acquisti o vendite a termine, è possibile rendere certo il controvalore in euro di un flusso di cassa futuro denominato in valuta estera.

Le banche quotano un **tasso di cambio denaro**, che corrisponde al tasso al quale sono disposte ad acquistare la valuta base, e un **tasso di cambio lettera**, al quale sono disposte a venderla. Ciò vale sia per i tassi di cambio a pronti che per quelli a termine. Pertanto, il tasso di cambio lettera USD/€ pari a 0,9185 è il tasso di cambio al quale la banca Beta vende euro contro dollari, cioè compra dollari contro euro a 3 mesi, mentre il tasso di cambio denaro USD/€ pari a 0,9150 è il tasso di cambio al quale la banca Beta acquista euro contro dollari, cioè vende dollari contro euro a 3 mesi.

Il cambio a termine può essere:

- maggiore di quello *spot* ("sopra la pari" o "a premio")
- uguale a quello *spot* ("alla pari")
- minore di quello *spot* ("sotto la pari" o "a sconto").

A titolo di esempio, un esportatore che vanta un credito in valuta estera può gestire il rischio di cambio vendendo a termine la valuta che incasserà dal proprio cliente. Dovrà vendere, naturalmente, l'importo di valuta che si aspetta d'incassare, e dovrà farlo con la stessa scadenza del credito vantato.

Si ipotizzi pertanto che l'impresa Alfa vanti un credito di 1.000 dollari, che scade dopo 4 mesi. Si ipotizzi, inoltre, che il tasso di cambio a termine USD/€ a 4 mesi sia pari a 0,925. L'impresa Alfa

potrà coprirsi dal rischio di deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro vendendo i 1.000 dollari a termine a 4 mesi alla propria banca. In tal modo, l'impresa Alfa predetermina e rende certo il controvalore in euro del credito: alla scadenza dei 4 mesi, infatti, incasserà i 1.000 dollari e li consegnerà alla propria banca, che corrisponderà un controvalore di 1081,08 €.

Dall'altra parte, un importatore che abbia un debito in valuta estera potrà gestire il rischio di cambio acquistando a termine l'importo di valuta estera che dovrà pagare, con la stessa scadenza del proprio debito. Anche in questo caso, può venire in aiuto un esempio. Si ipotizzi che l'impresa Beta abbia un debito di 100.000.000 Yen, che scade dopo 3 mesi. Si ipotizzi, inoltre, che il tasso di cambio a termine Yen/€ a 3 mesi sia pari a 110. L'impresa Beta potrà coprirsi dal rischio di apprezzamento dello Yen nei confronti dell'euro acquistando i 100.000.000 di Yen a termine a 3 mesi dalla propria banca. In questo modo, l'impresa Beta predetermina e rende certo il controvalore in euro del debito: alla scadenza dei 3 mesi, infatti, pagherà alla propria banca un controvalore di 909.090,91 € e riceverà dalla stessa i 100.000.000 di Yen, che utilizzerà per saldare il debito.

Se alla scadenza l'operatore non è in grado di eseguire il contratto perché non riceve l'incasso dall'estero o perché si trova nella impossibilità di far fronte ai propri impegni, la banca provvede alla liquidazione del contratto divenuto ineseguibile oppure a prorogarlo. La proroga consiste nella estinzione del contratto e nella riaccensione di un nuovo contratto a termine.

La condizione per sottrarsi al rischio di cambio è che alla scadenza del contratto a termine posto in essere il venditore riceva dall'estero l'incasso del prezzo e il compratore effettui il pagamento a favore dell'estero. Se queste condizioni non si realizzassero, si creerebbero dei grossi problemi, in quanto alla scadenza del contratto a termine bisognerà provvedere all'adempimento del contratto stesso vendendo o acquistando la divisa sul mercato a pronti.

OPZIONI IN VALUTA

Per opzioni in valuta si intendono i contratti che conferiscono il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere un importo di valuta entro oppure ad una determinata data ad un prefissato livello di cambio (tasso di esercizio o strike price). Il diritto è rilasciato dal venditore (writer) all'acquirente (holder) dietro il pagamento immediato di un premio, che costituisce il prezzo dell'opzione.

Le opzioni sono di due tipi:

- *call option*
- *put option*

L'opzione "call" conferisce il diritto di acquistare la valuta al cambio e alla scadenza prefissati. Con l'acquisto dell'opzione "call", l'impresa è in grado di stabilire il cambio massimo al quale verrà effettuato l'esborso di valuta.

Alla scadenza potrà verificarsi una delle tre situazioni:

- una quotazione *SPOT* (a pronti) superiore al cambio fissato;
- una quotazione *SPOT* (a pronti) identica al cambio fissato;
- una quotazione *SPOT* (a pronti) inferiore al cambio fissato.

Se la quotazione *spot* (a pronti) di quella valuta sarà superiore al cambio fissato, l'impresa eserciterà il diritto di opzione "*call*" e acquisterà la valuta al cambio fissato. Se la quotazione *spot* sarà identica a quella fissata l'esercizio del diritto di opzione risulterà indifferente.

Se la quotazione *spot* sarà invece inferiore al cambio fissato, l'impresa abbandonerà il diritto di opzione *call*, acquistando la valuta al cambio di mercato.

L'opzione "put" conferisce all'acquirente il diritto di vendere la valuta al cambio e alla scadenza prefissati. Con l'acquisto dell'opzione "put", l'impresa stabilisce il cambio minimo al quale avverrà la conversione della valuta che sarà introitata.

Alla scadenza, così come abbiamo visto per l'opzione *call*, potrà verificarsi una delle tre seguenti situazioni:

- una quotazione *SPOT* (a pronti) inferiore al cambio fissato;
- una quotazione *SPOT* (a pronti) identica al cambio fissato;
- una quotazione *SPOT* (a pronti) superiore al cambio fissato.

Se la quotazione *spot* di quella valuta sarà inferiore al cambio fissato, l'impresa eserciterà il diritto di opzione *put* vendendo la valuta al cambio concordato. Se la quotazione *spot* sarà la stessa di quella fissata, l'esercizio del diritto di opzione risulterà indifferente. Se la quotazione *spot* risulterà invece superiore al cambio fissato, l'impresa abbandonerà il diritto di opzione *put* e venderà la valuta al cambio corrente.

Questa tecnica di copertura del rischio di cambio è simile a quella del contratto a termine, ma consente all'operatore di non rinunciare a variazioni vantaggiose dovute all'oscillazione del cambio. Infatti con l'acquisto di una opzione si ha il diritto, ma non l'obbligo di acquistare o di vendere a termine la valuta riferita al contratto, pagando un "premio" alla banca.

Inoltre, bisogna tenere presente che il diritto che l'holder acquista dal writer non ha mai una durata illimitata. A questo riguardo, si deve distinguere tra due diverse tipologie di contratti d'opzione:

- nel caso delle opzioni europee, l'holder può esercitare il proprio diritto solo alla scadenza del contratto;
- nel caso delle opzioni americane, il diritto può essere esercitato fino alla scadenza del contratto.

L'opzione su valute può essere utilizzata per due diverse finalità:

- per gestire il rischio di cambio;
- per effettuare operazioni speculative.

Ciò premesso, è utile concentrarsi sul contratto di opzione in astratto, prescindendo quindi dalla finalità per la quale esso viene utilizzato.

E' noto che il contratto di opzione è un contratto asimmetrico, nel senso che le due controparti (holder/writer) hanno diritti e doveri diversi. L'holder, a fronte del pagamento del premio, acquisisce il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere valuta. L'holder può pertanto, alla scadenza (entro la scadenza, se l'opzione è americana), decidere se esercitare il proprio diritto o se, invece, abbandonarlo. Al contrario, il writer, a fronte dell'incasso del premio, è obbligato a sottostare alla decisione dell'holder. Se l'holder di un'opzione *call* decide di esercitare l'opzione, il writer è obbligato a vendere la valuta all'holder al tasso di cambio di esercizio. Similmente, se l'holder di un'opzione *put* decide di esercitare l'opzione, il writer è obbligato ad acquistare la valuta dall'holder al tasso di cambio di esercizio.

L'esercizio dell'opzione è naturalmente legata ad un'ipotesi di convenienza: conviene acquistare valuta al tasso di cambio minimo e conviene vendere valuta al tasso di cambio massimo. E' possibile declinare questo principio generale, nel caso delle opzioni *call* su valuta, dicendo che conviene esercitare l'opzione quando il tasso di cambio di esercizio è inferiore al tasso di cambio a pronti vigente sul mercato. Nel caso delle opzioni *put* su valuta, con la stessa logica, appare evidente che conviene esercitare l'opzione quando il tasso di cambio di esercizio è superiore al tasso di cambio a pronti vigente sul mercato.

Tutte le volte che, sulla base del differenziale tra tasso di cambio di esercizio e tasso di cambio a pronti, conviene esercitare l'opzione, diciamo che essa è "opzione in the money".

Nel caso in cui, al contrario, conviene abbandonare l'opzione, diciamo che essa è "opzione out of the money".

Infine, nel caso in cui il tasso di cambio di esercizio è uguale a quello a pronti, diciamo che l'opzione è "opzione at the money".

Pertanto, nel caso di un'opzione call, alla scadenza del contratto, per l'holder è possibile rilevare le seguenti condizioni::

- · se il tasso di cambio di esercizio (E) è superiore al tasso di cambio a pronti, l'opzione viene abbandonata, generando una perdita pari al premio P;
- · se il tasso di cambio di esercizio (E) è pari al tasso di cambio a pronti, l'opzione viene indifferentemente esercitata o abbandonata, generando una perdita pari al premio P;
- · se il tasso di cambio di esercizio (E) è inferiore al tasso di cambio a pronti, l'opzione viene esercitata, generando un risultato pari a Q_p (il tasso di cambio a pronti) meno E meno P.

La differenza tra Q_p e E misura il profitto lordo per l'holder, perché rappresenta quanto l'holder risparmia acquistando attraverso l'opzione piuttosto che sul mercato a pronti. Da questo profitto lordo si deve sottrarre il premio P, perché questo rappresenta il premio che l'holder ha pagato per poter acquistare l'opzione.

In altre parole, l'acquisto di un'opzione call non può in alcun caso generare una perdita di importo superiore al premio pagato al writer.

Il profitto potenziale per l'holder è teoricamente illimitato. Al crescere del tasso di cambio a pronti, infatti, cresce anche la funzione $Q_p - E - P$. L'holder di un'opzione call, quindi, si assume un rischio di perdita pari al premio, e si aggiudica l'opportunità di realizzare un profitto anche molto elevato. Per il writer valgono considerazioni opposte: se l'holder abbandona l'opzione, il writer realizza un profitto pari al premio; se invece l'holder esercita l'opzione, il writer realizza un risultato pari a $E - Q_p + P$. Questo perché, alla perdita lorda $E - Q_p$ si deve sommare, nella contabilità del writer, il premio P che incassa dall'holder. Si può concludere, dunque, che il writer di un'opzione call, a fronte di un'opportunità di profitto massimo potenziale pari al premio, si assume il rischio di una perdita massima potenziale illimitata. Infatti, al crescere di Q_p oltre il livello $E + P$, diviene sempre maggiore in valore assoluto l'importo della perdita $E - Q_p + P$.

Nel caso di un'opzione put:

- · se E (il tasso di cambio di esercizio) è inferiore al tasso di cambio a pronti, l'opzione viene abbandonata, generando una perdita pari al premio P;
- · se E è pari al tasso di cambio a pronti, l'opzione viene indifferentemente esercitata o abbandonata, generando una perdita pari al premio P;
- · se E è superiore al tasso di cambio a pronti, l'opzione viene esercitata, generando un risultato pari a E meno Q_p meno P.

Nel caso dell'ultima eventualità la differenza tra E e Q_p misura il profitto lordo per l'holder: rappresenta quanto l'holder ricava in più vendendo la valuta attraverso l'opzione piuttosto che sul mercato a pronti. Da questo profitto lordo si deve sottrarre il premio P, perché questo rappresenta il premio che l'holder ha pagato per poter acquistare l'opzione.

E' evidente, allora, che anche in questo caso, perché l'holder realizzi un profitto netto, bisogna che il profitto lordo superi in valore il premio. Come nel caso dell'opzione call, l'holder può subire una perdita massima potenziale pari al premio. In altre parole, anche l'acquisto di un'opzione put non può in alcun caso generare una perdita di importo superiore al premio pagato al writer. Il profitto potenziale per l'holder è, anche in questo caso, teoricamente illimitato. L'holder di un'opzione put, quindi, si assume un rischio di perdita pari al premio, e si aggiudica l'opportunità di realizzare un profitto anche molto elevato.

Per il writer valgono, come nel caso dell'opzione call, considerazioni opposte: se l'holder abbandona l'opzione, il writer realizza un profitto pari al premio; se invece l'holder esercita l'opzione, il writer

realizza un risultato pari a $Q_p - E + P$. Questo perché alla perdita lorda $Q_p - E$ si deve sommare, nella contabilità del writer, il premio P che incassa dall'holder.

Esempio

Un esempio numerico può essere utile per chiarire questa modalità di profitto/perdita.

Un'opzione euro put dollaro call di tipo europeo ha come attività sottostante 1.000.000 dollari, tasso di cambio di esercizio pari a 0,9296 USD/€ premio pari a 10.000euro (cioè 0,01 euro per ogni dollaro) e scadenza 31/01/2005.

La scelta di esercitare da parte dell'holder, e il profitto o la perdita per l'holder e per il writer, dipendono dal valore che il tasso di cambio a pronti USD/€ assume il 31/01/2005. Vediamo pertanto qual è la scelta dell'holder e qual è il profitto o la perdita per lui e per il writer, in 5 possibili scenari, cioè per 5 possibili valori del tasso di cambio a pronti USD/€ alla scadenza, pari a:

- 0,9611;
- 0,9346;
- 0,9296
- 0,9230
- 0,9050

E' opportuno utilizzare dei tassi di cambio espressi in modo che la valuta base (che rappresenta la valuta al denominatore) coincida con la valuta che rappresenta l'attività sottostante dell'opzione. Quindi, nell'esempio considerato, è opportuno che la valuta base nei tassi di cambio sia il dollaro. Nell'esempio considerato è opportuno calcolare preliminarmente i tassi di cambio reciproci di tutti i tassi di cambio che ci interessano.

Pertanto, sarà possibile riesprimere il tasso di cambio di esercizio come:

$$1/0,9296 \text{ USD/€} = 1,0757 \text{ €/USD}$$

Inoltre, sarà possibile riesprimere i cinque possibili scenari in questo modo:

- 0,9611 USD/€ diventa 1,0405 €/USD ;
- 0,9346 USD/€ diventa 1,0700 €/USD;
- 0,9296 USD/€ diventa 1,0757 €/USD;
- 0,9230 USD/€ diventa 1,0834 €/USD;
- 0,9050 USD/€ diventa 1,1050 €/USD

A questo punto, l'applicazione dei concetti illustrati a proposito dell'opzione call risulta semplice, e i risultati di tale applicazione sono rappresentati nello specchio che segue:

€/USD a pronti al 31/01/05	Risultato	Profitto/perdita per l'holder	Profitto/perdita per il writer
1,0405	Abbandono	-10.000€	10.000€
1,0700	Abbandono	-10.000€	10.000€
1,0757	Indifferente	-10.000€	10.000€
1,0834	Esercizio	-2.300€	2.300€
1,1050	Esercizio	19.300€	-19.300€

La possibilità di ricorrere alle opzioni su valute risulta essenziale per gestire l'esposizione ai rischi di cambio generata da flussi di cassa denominati in valuta estera che siano incerti per importo e per scadenza. Questo perché l'opzione attribuisce all'holder un diritto, a differenza di quanto avviene con i contratti a termine.

Un esempio tipico è quello delle imprese che partecipano a gare di appalto per una fornitura all'estero. La manifestazione finanziaria dell'operazione è inevitabilmente incerta, dal momento che il committente può rifiutare l'offerta.

Nel caso in cui l'impresa non si copra con una vendita a termine di valuta, si espone al rischio di cambio collegato alla necessità di vendere a pronti il ricavato dell'operazione al momento dell'incasso.

Anche la copertura a termine, però, potrebbe esporre al rischio di cambio dal momento che, se l'offerta non venisse accettata, l'impresa dovrebbe effettuare alla scadenza un acquisto a pronti di valuta per onorare l'impegno assunto in precedenza con la copertura sul mercato a termine. La gestione del rischio di cambi mediante opzioni put, in questi casi, può rivelarsi la soluzione ottimale, poiché consente all'impresa, nel caso in cui non si aggiudichi l'appalto e non abbia entrate in valuta estera, di utilizzare l'opzione come strumento speculativo.

Un altro esempio al quale si può pensare è quello di imprese che debbano preparare listini prezzi in valuta estera per partecipare a fiere internazionali, o per concordare le politiche commerciali con le aziende di distribuzione di cui si avvalgono per i mercati esteri. Anche in questi casi, le opzioni put su valuta possono rappresentare lo strumento ottimale per la gestione del rischio di cambio, poiché non esiste alcun dato certo circa i flussi di ricavi che saranno

associati a quel listino prezzi.

GLI SWAP

Gli Swap consistono in transazioni finanziarie che consentono a due controparti di scambiarsi flussi di pagamento in valuta nel tempo, secondo regole precise.

La traduzione letterale di swap, cioè scambio, identifica la sostanza del contratto: due parti si accordano per scambiare tra di loro flussi di pagamenti (anche detti flussi di cassa) a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinato in relazione ad un sottostante. Il sottostante può essere di vario tipo e influenza notevolmente le caratteristiche del contratto che può assumere, nella prassi, svariate forme. I contratti swap sono generalmente costituiti in modo tale che, al momento della stipula, le prestazioni previste sono equivalenti. In altri termini, è reso nullo il valore iniziale del contratto, così da non generare alcun flusso di cassa iniziale per compensare la parte gravata dalla prestazione di maggior valore. Se al momento della stipula le due prestazioni sono equivalenti, non è detto che lo rimangano per tutta la vita del contratto. Anzi, è proprio la variazione del valore delle prestazioni che genera il profilo di rischio/rendimento: la parte che è tenuta ad una prestazione il cui valore si è deprezzato rispetto al valore iniziale (e, quindi, rispetto alla controprestazione) maturerà un guadagno e viceversa. La caratteristica essenziale delle operazioni di swap – cioè quella di scambiare dei flussi di Cassa, connessi ad un'attività sottostante, con altri flussi di cassa di diverso tipo – determina la creazione di nuove opportunità finanziarie altrimenti non conseguibili.

Tra le principali tipologie di prodotti swap si distinguono in particolare gli interest rate swap ed i currency swap.

Gli **interest rate swap** (IRS) sono contratti in cui due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati a tassi diversi su una somma di denaro, detta capitale nozionale di riferimento (notional principal amount), per un periodo di tempo predefinito pari alla durata del contratto, e cioè fino alla scadenza (maturity date o termination date) del Contratto stesso. Il nome 'interest rate swap' deriva dal fatto che i pagamenti effettuati sono simili ai pagamenti di interessi su un debito. Nella prassi si definisce acquirente dello swap chi corrisponde i pagamenti a tasso fisso e riceve quelli a tasso variabile; si suole anche dire che tale soggetto assume una posizione lunga (long swap position). Simmetricamente, venditore è colui che in cambio del tasso variabile riceve il tasso fisso e si dice che assume una posizione corta (short swap position).

I **currency swap**, letteralmente "scambio di valute", sono contratti in cui due parti si scambiano il capitale e gli interessi espressi in una divisa contro capitale e interessi espressi in un'altra divisa. Caratteristica ricorrente dei currency swap è che entrambi i flussi di pagamenti sono a Tasso variabile e che i capitali nozionali sono scambiati una prima volta all'inizio del Contratto e poi alla data di scadenza dello swap. I due nozionali, denominati in valute diverse, sono di solito scelti in modo da essere approssimativamente uguali se valutati al tasso di cambio corrente osservato sul mercato alla data di stipula del contratto. Se, ad esempio, un euro vale 1,23 dollari (e allora si dice che il rapporto euro/dollaro è pari a 1,23), ad un nozionale di 100.000.000 di euro dovrà corrispondere un nozionale di 123.000.000 dollari.

Tale uguaglianza non è detto che permanga durante la vita del contratto, allorché il variare del rapporto di cambio fra le valute determina una variazione del valore dei nozionali.

Esempio

Si considerino due società, Alfa e Beta, che hanno la possibilità di accedere ad un finanziamento a tasso variabile (Libor a 1 anno) su un medesimo capitale nozionale in dollari e in euro alle seguenti condizioni:

Alfa può indebitarsi:

- in dollari al tasso Libor più uno spread dello 0,4%;
- in euro al tasso Libor più uno spread dello 0,5%;

Beta può indebitarsi:

- in dollari al tasso Libor più uno spread dello 0,5%;
- in euro al tasso Libor più uno spread dello 0,4%.

Come si vede, Beta paga lo 0,1% in più rispetto ad Alfa sui finanziamenti in dollari, mentre Alfa paga lo 0,1% in più rispetto a Beta sui finanziamenti in euro. Pertanto, Alfa gode di un vantaggio comparato rispetto a Beta sul mercato del debito in dollari, mentre Beta gode di un vantaggio comparato rispetto ad Alfa sul mercato del debito in euro. Si supponga che Alfa desideri indebitarsi in euro e Beta desideri indebitarsi in dollari: siamo in presenza delle condizioni perfette per la stipulazione di un currency swap tra le due società. Ogni società infatti si indebita nel mercato in cui gode di un vantaggio comparato (i.e. Alfa si indebita in dollari e Beta si indebita in euro) e, attraverso un currency swap, Alfa provvede a trasformare il suo debito in dollari in uno in euro e Beta provvede a trasformare il suo debito in euro in uno in dollari.

Dal momento che la differenza tra i due finanziamenti in euro è dello 0,1%, e anche quella tra i due finanziamenti in dollari è dello 0,1%, lo swap consentirà una riduzione complessiva dell'interesse per indebitarsi pari allo 0,2% che sarà ripartita tra le parti secondo lo schema dei flussi di pagamento contrattualmente pattuito. Di seguito si illustra uno tra questi possibili schemi:

- Alfa si finanzia in dollari al Libor + lo 0,4%;
- Beta si finanzia in euro al Libor + lo 0,4%;

Successivamente Alfa e Beta stipulano un contratto di currency swap secondo il quale:

- Alfa consegna a Beta la somma finanziata in dollari e ottiene quella in euro;
- Alfa deve pagare periodicamente a Beta il Libor sull'euro aumentato di uno spread dello 0,4%;

Sulla base di tale operazione:

- Beta deve pagare periodicamente ad Alfa il Libor sul dollaro aumentato dello 0,4%;
- alla scadenza, Alfa riconsegnerà a Beta la somma in euro e riceverà quella in dollari. Alfa e Beta potranno così restituire ai propri finanziatori le somme nella stessa valuta in cui le hanno ricevute.

Analizzando le caratteristiche generali dello strumento nella sua versione più semplice, si possono approfondire le caratteristiche tecniche e il lessico specifico dei contratti concretamente negoziati dalle banche. In generale, il currency swap è costituito da:

- · uno scambio iniziale di capitali denominati in due divise diverse;
- · lo scambio di un flusso di pagamenti periodici, calcolati a tassi di interesse fisso o variabile e denominati nelle due diverse divise;
- · la restituzione, alla scadenza finale del contratto, dei capitali inizialmente scambiati.

Nel caso dell'esempio sopra riportato il prenditore, che può essere un'impresa, un intermediario finanziario o un ente governativo, raccoglie il capitale di credito nella valuta con riferimento alla quale ottiene le condizioni più vantaggiose. Può, quindi, avvenire che raccolga fondi denominati in una certa divisa, e che abbia flussi di cassa in uscita denominati in una divisa diversa. Pertanto il prenditore, attraverso un currency swap, riesce a convertire nella divisa desiderata i flussi finanziari generati dal debito. Il costo globale delle due operazioni, il finanziamento e il currency swap, può essere inferiore rispetto al ricorso diretto all'indebitamento in quella divisa.

I FUTURES

I Futures anch'essi rappresentano strumenti a termine che consentono, alle imprese aventi attività o passività finanziarie, di ridurre il rischio di perdite derivanti da aspettative di variazione dei tassi di interesse o di cambio o dei valori azionari, bloccando il costo o il ricavo futuro di una attività o passività finanziaria. Introdotti in Italia alla fine degli anni ottanta, rappresentano per le imprese un ulteriore strumento di neutralizzazione del rischio di cambio.

E' possibile definire questi contratti come "contratti a termine standardizzati": vengono negoziati esclusivamente in borse regolamentate, con meccanismi e procedure anch'essi totalmente standardizzati e riguardano soltanto le valute più diffuse e cioè i dollari USA, le sterline, gli yen e i franchi svizzeri.

Nessuna borsa futures consente di negoziare contratti diversi da quelli standard, uniformi relativamente ai principali parametri contrattuali.

Tale uniformità nello specifico attiene ad una serie di aspetti:

- dimensione: la dimensione del contratto indica l'importo unitario di un contratto, ovvero la quantità dell'attività finanziaria sottostante che deve essere consegnata dal venditore di un contratto all'acquirente dello stesso alla scadenza.
- fluttuazione minima del prezzo, detta "tick", che rappresenta la variazione minima giornaliera entro il quale può verificarsi l'oscillazione del prezzo futures
- la scadenza: le date di scadenza dei currency futures sono generalmente fissate secondo un ciclo trimestrale. Infatti, i mesi in cui scadono i contratti sono quattro: marzo, giugno, settembre e dicembre. Il regolamento, cioè lo scambio delle due valute, avviene generalmente a una data specifica del mese di scadenza, che di solito è il terzo mercoledì del mese.
- La fissazione di un margine iniziale: consiste in un deposito che ogni operatore è tenuto ad effettuare presso la Clearing House quando acquista o vende un contratto. La finalità del margine iniziale è quella di tutelare i diversi operatori e, in generale, l'intero mercato dal rischio di insolvenza di una singola controparte. L'entità del margine iniziale è direttamente proporzionale al valore nominale del contratto ed è fissata dalla Clearing House in base alla volatilità del tasso di cambio tra le due valute la cui compravendita è oggetto del contratto.

L'organizzazione del mercato dei futures, imperniata sul ruolo della Clearing House. La Clearing House (o C.H.) è un'istituzione che in genere ha la forma giuridica di società e che riveste un ruolo centrale in ogni borsa futures.

In primo luogo, la C.H. si pone come controparte diretta di tutte le negoziazioni.

Si ipotizzi un'eventualità simile. L'operatore Alfa si accorda per vendere un contratto futures su valuta con scadenza giugno all'operatore Beta. Succede, allora, che la C.H. si interpone fra l'acquirente e il venditore, diventando la controparte legale di ognuno dei due. Ciò implica che ogni operatore ha come unica controparte, per tutti i contratti acquistati e venduti, la C.H.. Poiché la C.H. è sempre certamente solvibile, gli operatori non corrono alcun rischio di credito.

In secondo luogo, la C.H. amministra il meccanismo del marking-to-market. Il marking-to-market consiste, in sintesi, nel fatto che, al termine di ogni giornata, i guadagni o le perdite registrate da ogni operatore, come conseguenza delle variazioni del prezzo di mercato dei contratti acquistati o venduti, vengono accreditati e addebitati all'operatore stesso. In altre parole, ogni contratto futures genera un flusso di cassa giornaliero: questo flusso di cassa è detto "margine di variazione".

Le negoziazioni nei mercati futures possono essere svolte solo dai clearing members, ovvero dai soci della C.H.: tutti coloro che intendano operare in una borsa futures devono necessariamente rivolgersi a uno dei clearing members o, alternativamente, a un broker, che a sua volta si rivolgerà a uno di questi ultimi.

Ogni clearing member intrattiene un conto presso la C.H., la quale si limita a trasferire i fondi dai conti che registrano perdite a quelli che registrano guadagni.

Sono poi i singoli clearing members a rivolgersi ai brokers e ai propri clienti per l'accredito o l'addebito delle rispettive posizioni. Qualora il margine di variazione non venga versato, la C.H. ha diritto di chiudere coattivamente la posizione.

La copertura mediante il ricorso al mercato futures viene realizzata assumendo in tale mercato una posizione opposta a quella assunta nel mercato a pronti. L'idea di fondo che sta alla base della gestione del rischio di cambio è, cioè, quella di assumere sul mercato futures una posizione tale da generare profitti quando le variazioni del tasso di cambio a pronti causano delle perdite sulla posizione a pronti