

LA GESTIONE DEL RISCHIO FINANZIARIO NELL'IMPRESA INDUSTRIALE: COSA CI HANNO INSEGNATO GLI ULTIMI VENT'ANNI

di: Francesco Ceci
Ottobre 2001

Solo vent'anni fa la gestione del rischio finanziario era pressochè sconosciuta, almeno come disciplina a sè stante. Di rischio finanziario si parlava nelle accademie e solo con riferimento a problematiche di investimento. Da allora, la disciplina si è evoluta in modo esponenziale: rapidamente gli utenti sono aumentati includendo non solo banche, assicurazioni e gestori del capitale, ma anche imprese industriali. Cosa abbiamo imparato in tutti questi anni? Quali metodologie abbiamo sperimentato con successo? Cosa possiamo consigliare alle imprese industriali che oggi affrontano il problema della gestione del rischio finanziario? Questo articolo, indirizzato prevalentemente agli utenti finali, direttori finanziari e tesorieri di impresa, tenta di dare una risposta pratica a questi quesiti.

1. Mai avuto di questi problemi?

- Il tasso di interesse che si sta pagando su un mutuo è diventato più alto di quello che ci aspettavamo.
- Gli incassi derivanti dalle nostre vendite all'estero sono inferiori al previsto a causa di un movimento sfavorevole del cambio.
- Perdiamo quota di mercato all'estero perchè, a causa di un movimento dei tassi di cambio, un concorrente estero riesce a prezzare in modo più competitivo di noi.
- Pensavamo di aver fatto un'operazione finanziaria che ci copriva dal rischio, ma ci siamo accorti che così non era.
- Abbiamo la sensazione che dovremmo fare qualcosa per proteggere la nostra azienda dai rischi finanziari, ma non sappiamo bene cosa.

Questi (e non solo questi!) sono gli effetti di rischi finanziari a cui, consapevolmente o inconsapevolmente, le aziende sono sottoposte ogni giorno. Negli ultimi vent'anni, l'attenzione verso questo tipo di problemi si è grandemente accresciuta a seguito della globalizzazione dei mercati, dell'evoluzione dei mercati finanziari che hanno introdotto numerosi nuovi strumenti, e dell'ampia ed economica disponibilità di capacità di calcolo. Una lunga serie di esperienze, non tutte positive, ci hanno permesso di delineare una metodologia per affrontare questi problemi. Questa metodologia è di largo accesso ed utilizzabile in pratica dalla grande maggioranza delle aziende: analizziamone i punti salienti.

2. Il processo di gestione del rischio

Le fasi del processo di gestione del rischio sono illustrate in Figura 1.



Figura 1

Esse si dividono in “strategia” e “tattica”. Le questioni strategiche sono in sostanza due: cosa definiamo come “rischio” e quanto ne siamo disposti a sopportare. Due domande relativamente semplici, ma che richiedono comunque una certa attenzione. Le questioni tattiche, riguardano invece l’implementazione del processo di gestione del rischio.

A costo di apparire banali, è bene ricordare anzitutto che il rischio è parte integrante del ritorno. In altre parole, solo in casi molto particolari e normalmente non ripetibili, è possibile lucrare un profitto, commerciale o finanziario, senza assumersi alcun rischio. Perché ricordare questo? Per sottolineare il punto che il nostro obiettivo non deve essere quello di eliminare il rischio, ma solo quello di controllarlo e di gestirlo.

3. Cosa è veramente a rischio?

Chiediamoci a questo punto cosa intendiamo quando, in impresa, parliamo di rischio finanziario. L’esperienza degli ultimi anni ha permesso di identificare tre categorie di rischio finanziario nell’impresa:

- il rischio inerente al valore dell’impresa (per le aziende quotate, il calo del prezzo dell’azione rispetto ai concorrenti diretti);
- il rischio inerente al cash flow (liquidità disponibile inferiore al previsto);
- il rischio inerente al conto economico (costi maggiori del previsto e/o ricavi inferiori al previsto).

Come è ovvio, le tre tipologie sono senz’altro tra loro collegate, ma non sono coincidenti.

Il rischio di danneggiare il valore dell'impresa

Un vecchio e noto risultato della teoria finanziaria è che, in generale, se i mercati sono “perfetti”, la gestione del rischio non può migliorare il valore dell'impresa. Questo perchè gli investitori gestiscono il rischio finanziario “in proprio” diversificando le azioni che hanno in portafoglio per cui non sono disposti a pagare un “premio” alle aziende che gestiscono il rischio in modo efficiente. I mercati completamente “perfetti” tuttavia non esistono. La gestione del rischio può realmente contribuire a diminuire il costo del capitale (cioè aumentare il valore dell'impresa), nel caso in cui gli azionisti siano scarsamente diversificati (abbiano gran parte delle loro sostanze legate all'impresa stessa) e in caso l'accesso al mercato dei capitali sia difficoltoso.

Inoltre, riducendo la probabilità di perdite catastrofiche¹, si contribuisce senza dubbio a migliorare i sonni del management e degli azionisti!

Un'azienda che si ponesse l'obiettivo di gestire il rischio in modo da ridurre le oscillazioni del proprio valore senza impattare eccessivamente sui ritorni, dovrebbe prendere come riferimento un certo numero dei suoi principali concorrenti e misurare il ritorno e la volatilità del suo corso azionario contro questo campione. In effetti, un'azienda che perseguisse questa politica, dovrebbe attuare un mix di stabilizzazione dei risultati economici e magari del cash flow (vedi più sotto) tale da creare le condizioni per rendere più attraente le sue azioni rispetto a quelle dei concorrenti.

Il rischio di cash flow

Se l'azienda è significativamente indebitata o deve ricorrere al debito per finanziare la sua espansione, può convenire stabilizzare i flussi di cassa. Come è noto, questo obiettivo di gestione del rischio non significa necessariamente stabilizzare i profitti o il valore dell'impresa. Esso significa piuttosto massimizzare la probabilità di disporre di almeno un certo quantitativo di liquidità a certe date critiche.

Il rischio sul conto economico

Un'alta volatilità del conto economico può chiaramente causare un'alta volatilità del valore dell'azienda e del cash flow e quindi collegarsi ai due punti precedenti. Tuttavia, esistono anche altri motivi che possono rendere utile per l'azienda sterilizzare in qualche modo le oscillazioni del proprio conto economico. Ad esempio, in caso di risultati inferiori ad una certa soglia, l'azienda può vedere un aumento nel costo del suo debito (perchè vi potrebbe essere una diminuzione del rating o a causa dell'attivazione di “covenants” su operazioni di emissioni obbligazionarie o a seguito di un parere negativo di un analista). Ancora: il bonus dei managers dell'azienda può essere collegato ad un certo risultato di conto economico. Stesso discorso per i dividendi in quei casi (per la verità pochi) in cui si decida di privilegiare tale forma di remunerazione degli azionisti. E' anche abbastanza facile dimostrare che in regimi fiscali di tassazione progressiva, un'eccessiva volatilità dei profitti comporta nel lungo termine un maggiore esborso di imposte. In questi casi, l'azienda può porsi come obiettivo la riduzione della volatilità dei

¹ Rischi estremi, derivanti da situazioni giudicate (ex-ante) assai improbabili.

risultati economici. Normalmente, questo è un obiettivo che si pongono, in qualche misura, anche la maggior parte delle aziende non quotate.

Caveat emptor

La determinazione della strategia da perseguire può essere più complessa di quello che si pensa. Due esempi, possono brevemente illustrare il tipo di problemi a cui si può andare incontro.

Nel 1999 Barrick Gold, un'azienda americana operante nell'estrazione dell'oro, entrò in un programma "revolving" di vendita a termine di oro per proteggersi dalle fluttuazioni di quel metallo. Quando verso la fine del 1999, il prezzo dell'oro aumentò di \$75 l'oncia, l'azione Barrick diminuì di \$10. Gli investitori compravano azioni Barrick perchè volevano avere rischio oro nel loro portafoglio: togliendolo, l'azienda li aveva effettivamente scoraggiati ad acquistare le proprie azioni. Morale: la gestione del rischio finanziario non deve "snaturare" l'azienda!

Nel 1993, la multinazionale Procter & Gamble vendette un'opzione put sui tassi di interesse migliorando il proprio tasso di finanziamento di 0.75% ed ottenendo un immediato beneficio a conto economico. P&G pensava di aver fatto un'operazione di copertura che l'aiutasse a ridurre i costi o comunque a tenerli sotto controllo, ma nel 1994 perse circa 200 milioni di dollari su quella opzione a causa di un mutamento del mercato. Naturalmente nulla riguardo a quel rischio era riportato nei bilanci del 1993 a causa del particolare trattamento contabile delle opzioni. Morale: un'eccessiva focalizzazione sul conto economico non deve far dimenticare che il rischio finanziario a cui l'azienda si espone può non essere espresso in modo completo o soddisfacente dal solo dato contabile.

4. La determinazione della tolleranza al rischio

Una volta che si è identificato il tipo di rischio (o di rischi) da cui ci si vuole proteggere, occorre pensare al livello di protezione che si vuole raggiungere o, in altri termini, a quale rischio si è disposti a sopportare. Vi sono due modi principali per definire la tolleranza al rischio:

- tolleranza assoluta: definita come una certa perdita massima (ad esempio: non vogliamo perdere più di 1 milione di euro);
- tolleranza relativa: definita con riferimento ad un rischio già esistente (ad esempio: non voglio incorrere in un rischio di cambio maggiore del 50% della mia esposizione naturale).

Una tolleranza al rischio assoluta è normalmente più indicata per orizzonti temporali brevi, per i quali è possibile fissare delle cifre che hanno un senso. La tolleranza relativa viene spesso utilizzata per definire le politiche di gestione del rischio di medio-lungo periodo per le quali il riferimento ad una cifra precisa non ha molto significato. Naturalmente è possibile utilizzarle entrambe insieme (ad esempio: nell'ambito della nostra decisione di non rimanere mai scoperti sui cambi più del 50% dell'esposizione naturale, abbiamo anche fissato per il 2002 una perdita massima di un milione di euro).

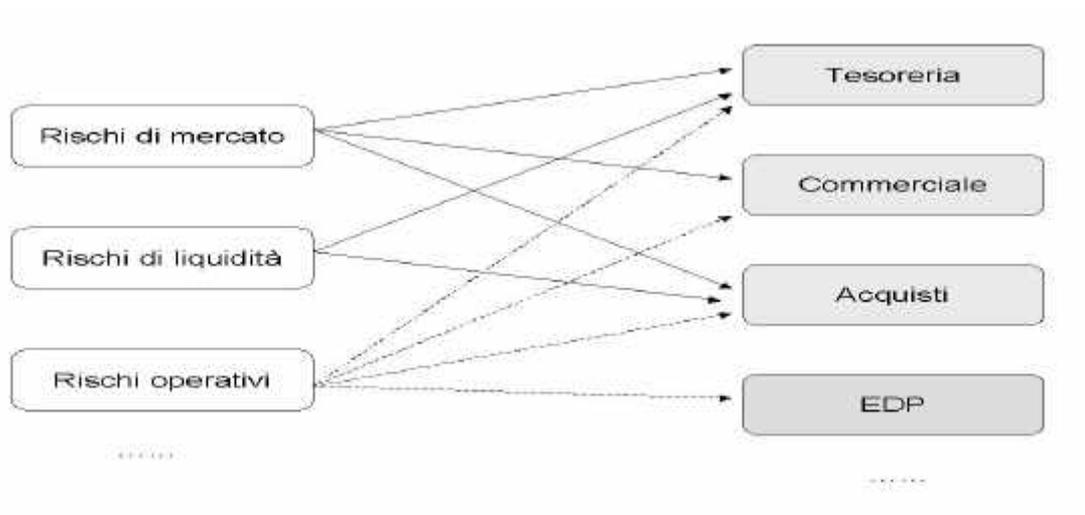
5. Prime conclusioni pratiche

Per quello che riguarda la dimensione strategica della gestione del rischio finanziario, l'esperienza degli ultimi vent'anni sembra indicare alcune regole di buon senso a cui, già oggi, molte aziende anche in Italia si attengono. Esse possono essere riassunte nei punti seguenti.

- Conviene avere una strategia per affrontare i rischi finanziari e conviene comunicarla chiaramente agli azionisti. Può sembrare banale, ma molte aziende hanno impiegato anni per giungere a questa conclusione.
- Tale strategia deve definire almeno quali sono i rischi (es. rischio di cambio, di tasso, eccetera) e quale è la tolleranza. In questo caso si usano spesso i due schemi di tolleranza assoluta e relativa, spiegati sopra.
- Non tutti i rischi finanziari sono da eliminare o minimizzare. Alcuni sono così connaturati all'attività principale dell'azienda da essere gestiti insieme ad essa. Altri possono essere da escludere o da coprire solo parzialmente perchè accettabili nell'ambito dell'approccio strategico prescelto.
- Conviene coprire soprattutto quei rischi sui quali si ha scarso controllo o scarsa competenza o ai quali si ha scarso tempo da dedicare.

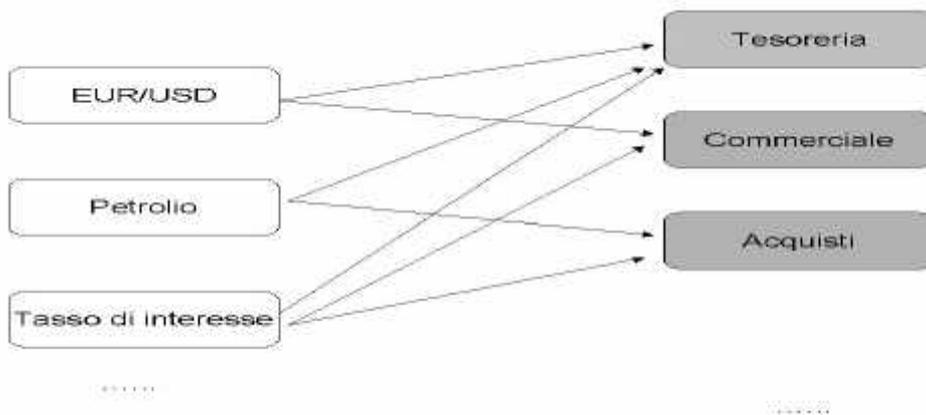
6. L'aspetto tattico: la mappatura dei rischi

Per gestire il rischio finanziario, occorre anzitutto capire dove esso si crea, quale è la sua natura e quale il suo impatto sull'azienda. Uno strumento utile per studiare questo tipo di relazioni è dato dalla cosiddetta mappatura dei rischi. Esistono tre tipi principali di mappe: la prima lega le varie macrotipologie di rischi finanziari (rischi di mercato, rischi di liquidità, rischi operativi, rischi creditizi, rischi legali, ecc.) con i dipartimenti che ne sono influenzati. La figura ne è un esempio.

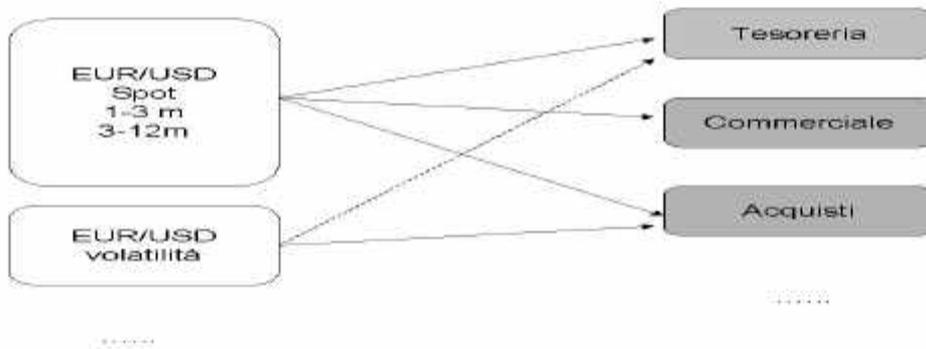


In questa mappa, si evidenzia come movimenti avversi dei mercati finanziari possano avere conseguenze sulla tesoreria (che magari mantiene posizioni finanziarie aperte), sul settore commerciale (che, sempre come esempio, può vedere danneggiata la competitività dell'azienda) e sugli acquisti (che possono essere esposti a sbalzi nei prezzi delle materie prime).

Il secondo tipo di mappatura, identifica più specificatamente le dipendenze verso i mercati finanziari che impattano sulla rischiosità globale dell'azienda. Un esempio è il seguente.



Il terzo tipo di mappatura, che nei casi più semplici è spesso unificato con il secondo, tocca il dettaglio dei singoli parametri di mercato:



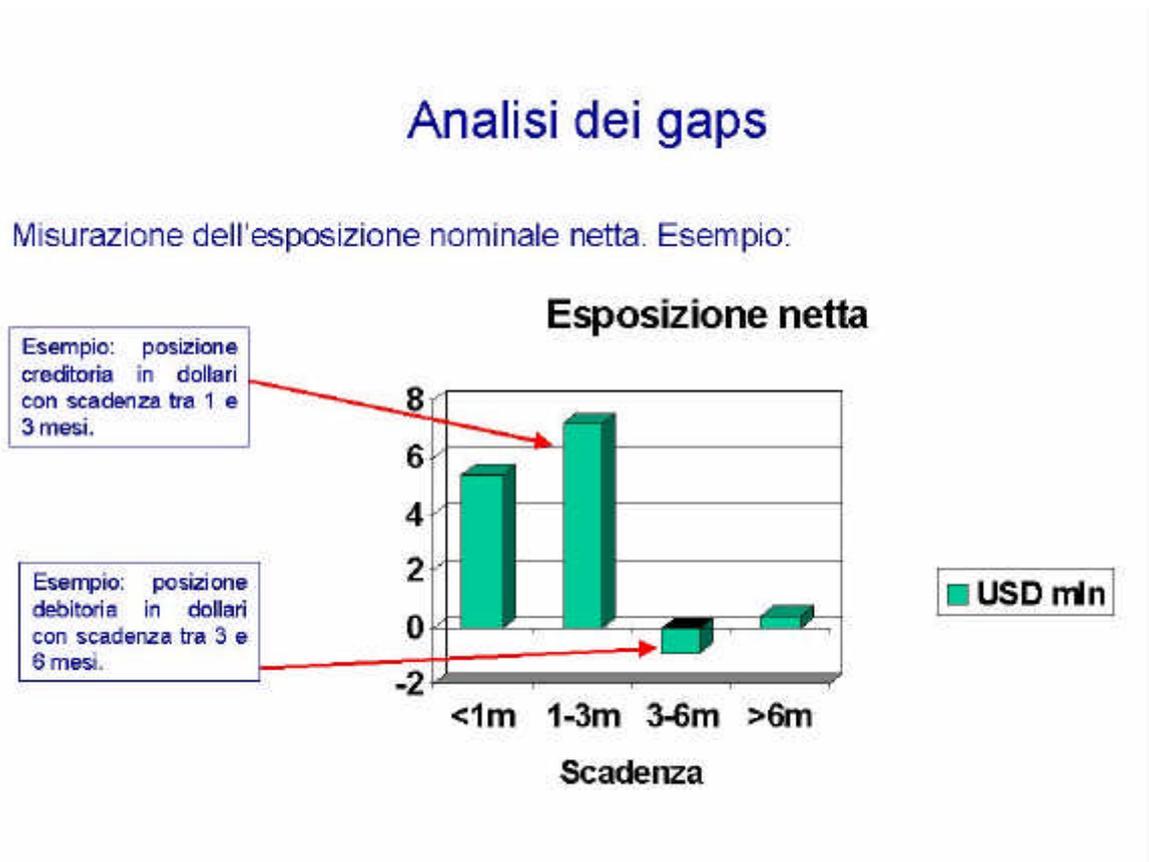
In conclusione, l'esercizio di mappatura dei rischi permette di capire esattamente la natura dei rischi che l'azienda corre e in quale area essa è impattata.

Questo tipo di analisi, che qui è riassunto dai tre grafici precedenti, è normalmente effettuato o internamente dalla direzione finanziaria, o da un consulente esterno attraverso interviste ed analisi dei dati dell'azienda. Parte del lavoro consiste anche nell'assegnare dei "pesi" alle varie frecce raffigurate nei grafici precedenti, in modo da identificare anche l'importanza relativa (percepita ed effettiva) delle varie componenti che influenzano il rischio.

7. La misura del rischio

Una volta definita la natura del rischio e le sue relazione con le diverse componenti dell'azienda, occorre misurarne la dimensione. Per fare questo, sono stati sviluppati e testati quattro principali tipi di approccio. Essi sono: (i) l'analisi dei gaps, (ii) l'analisi di sensibilità, (iii) l'analisi di scenario e (iv) la simulazione.

L'analisi dei gaps rappresenta la forma più cruda di analisi, ma anche la più semplice da calcolare. La figura seguente ne mostra un esempio.



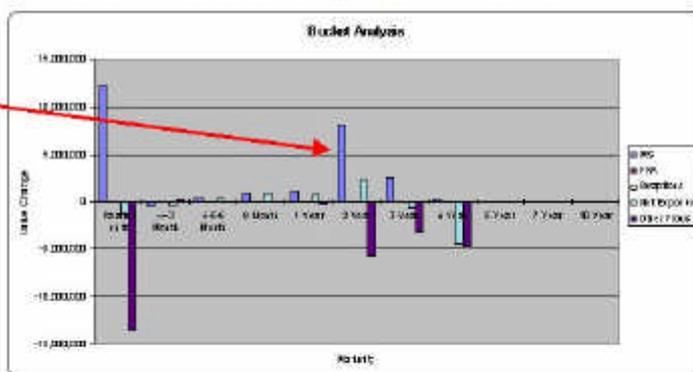
Il vantaggio principale dell'analisi dei gaps consiste nell'immediatezza del messaggio che essa trasmette, oltre che appunto nella sua facilità di calcolo. La seconda metodologia, l'analisi di sensibilità, è più sofisticata e mostra il guadagno o la perdita, sempre ordinati per scadenza, che si realizzano in seguito ad un determinato movimento di un certo parametro di mercato. Così, le colonne dell'analisi dei gaps mostrano semplicemente il valore assoluto della posizione a rischio, mentre quelle dell'analisi di sensibilità mostrano quanto si guadagna (o si perde) oggi, per un certo movimento di un parametro di mercato che impatta su una posizione che scade ad una certa data futura. L'analisi di sensibilità è dunque molto più precisa dell'analisi dei gaps, anche se di calcolo più complesso. Tuttavia, nella maggior parte delle situazioni reali, specialmente quelle riferibili ad aziende medie, un foglio elettronico supplementato da qualche funzione finanziaria, sono

più che sufficienti. Il collegamento del foglio elettronico con un “quote provider” anche via internet, consente poi un controllo in tempo reale.

Analisi di sensibilità

Cosa accade alla mia posizione se uno o più parametri di mercato variano? Esempio:

Esempio: guadagno sulla posizione IRS (interest rate swap) per un rialzo del tasso di interesse a 2 anni.



La sensibilità si può misurare sui flussi di cassa o sul valore attuale di tali flussi, a seconda dell'approccio strategico che si preferisce.

Il terzo tipo di analisi, l'analisi di scenario, costituisce in effetti semplicemente un ampliamento dell'analisi di sensitività. Si tratta in sostanza di disegnare degli scenari futuri ipotetici e di misurarne le conseguenze sull'azienda. Gli scenari sono normalmente disegnati dal management dell'azienda, talvolta con l'aiuto di consulenti esterni e sono periodicamente aggiornati. Può essere opportuno ricordare che nel disegno degli scenari è sempre consigliabile includere anche quelli negativi o, ancora meglio, quelli negativi che sembrano meno probabili, al fine di verificare la “tenuta” dell'azienda in casi estremi. L'analisi di scenario è particolarmente utile quando, come spesso accade, le variabili di mercato che impattano sull'azienda sono molteplici e tra loro correlate. La figura seguente illustra ad esempio l'impatto di due possibili andamenti futuri (scenari) della curva dei tassi di interesse su un portafoglio composto da investimenti e debiti.

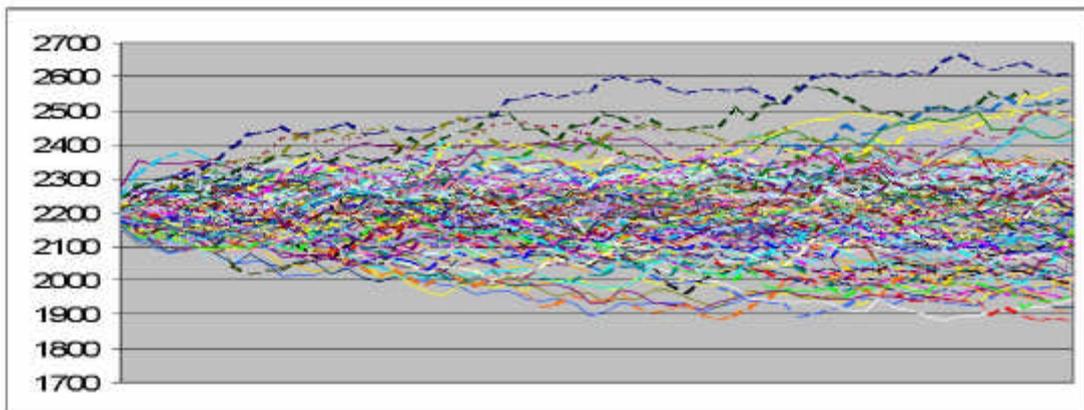
Analisi di scenario

	Net Exposure	Scenario
Parallel shift	-3,163,143	-0.25%
<=3 Month	846,482	-0.25%
4-5-6 Month	847,898	-0.25%
9 Month	2,244,284	-0.25%
1 Year	4,113,503	-0.50%
2 Year	11,418,807	-0.50%
3 Year	-3,328,791	-0.50%
4 Year	-22,648,055	-0.50%
5 Year	146	-0.50%
7 Year	146	-0.50%
10 Year	146	-0.50%
>10 Year	146	-0.50%
Total	-8,559,140	

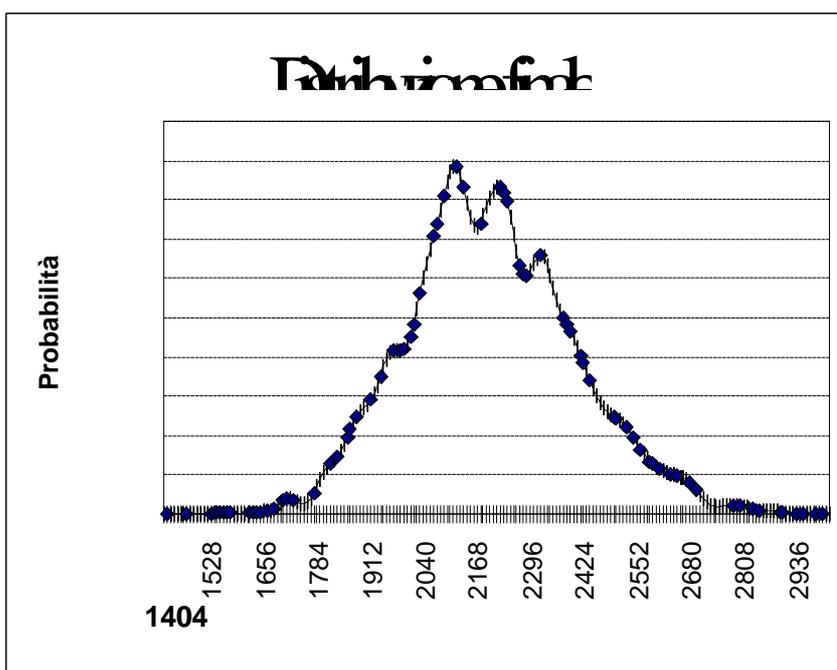
Scenario 1: ribasso di 0.25% dei tassi su tutte le scadenze

Scenario 2: ribasso di 0.25% sulle scadenze brevi e di 0.50% sulle scadenze lunghe

Il quarto tipo di approccio, la simulazione, è anche il più sofisticato. In questo caso, il disegno degli scenari non è più affidato all'esperienza del management o dei consulenti, ma è automatizzato. L'idea è quella di utilizzare il computer per simulare migliaia di possibili scenari alternativi, misurando per ciascuno di essi l'impatto sull'azienda per ottenere come risultato una distribuzione di probabilità dei rischi. La figura seguente mostra, ad esempio, tanti possibili andamenti futuri del cambio del dollaro simulati dal computer.



L'output di una simulazione può quindi essere la valutazione della probabilità di un certo evento, per esempio si può stabilire che la probabilità di perdere più di un milione di euro a causa di una certa esposizione finanziaria non supera il 10%. Oppure, si può cercare di valutare quale è la perdita che corrisponde ad un certo livello di probabilità: ad esempio, nel 99% dei casi l'azienda non perde più di un milione di euro. Quest'ultima statistica (perdita corrispondente ad un dato livello di probabilità) è chiamata anche "value at risk" (VAR) ed è ampiamente utilizzata dalle banche. La figura seguente, illustra il possibile valore del dollaro e la sua probabilità ad una certa scadenza futura utilizzando la simulazione effettuata nel grafico precedente.



8. Il problema di quanto coprire

La misurazione del rischio consente di determinare la necessità di effettuare una copertura o meno. Se l'azienda è confortevole con il livello di rischio che ha determinato attraverso l'analisi suggerita nei paragrafi precedenti, il passo logico successivo consiste nella identificazione dell'importo da coprire. Anche in questo caso, l'esperienza dell'ultimo ventennio ci permette di identificare tre approcci fondamentali: (i) copertura del nominale; (ii) delta hedging; (iii) minimizzazione della varianza.

La copertura del nominale consiste nell'effettuare operazioni (normalmente acquisti o vendite a termine) per un importo pari a quello dell'esposizione che si desidera eliminare. In pratica, l'azienda misura la sua esposizione usando l'analisi dei gaps, decide quale è l'"altezza" delle barre che vuole ottenere ed effettua operazioni di copertura per la differenza. Si tratta dell'approccio più semplice e senza dubbio di quello più ampiamente utilizzato. Da un punto di vista teorico può non essere una metodologia ottimale, ma in

molti casi i vantaggi derivanti dalla sua semplicità più che controbilanciano le eventuali subottimalità.

Il delta hedging², si prefigge invece di coprire i rischi lasciando aperta la possibilità di lucrare nel caso che il mercato si muova in modo favorevole all'azienda. Il problema della copertura del nominale è che l'azienda, eliminando il rischio, elimina anche la possibilità di trarre profitto da movimenti favorevoli del mercato: in pratica sterilizza la sua posizione. Un modo per cercare di limitare il rischio, ma tenere in qualche modo aperta una finestra per sfruttare un andamento favorevole dei mercati, consiste in una copertura *parziale* del nominale. La sola copertura parziale si può tuttavia considerare come una semplice estensione dell'approccio della copertura dell'importo nominale descritta precedentemente. La caratteristica della procedura di delta hedging, è che essa aggiunge invece un elemento di dinamicità. In pratica, la percentuale di copertura varia nel tempo a seconda dei movimenti di mercato: se il mercato si muove in modo sfavorevole all'azienda, la copertura aumenta gradualmente, mentre diminuisce in caso di movimenti favorevoli. I due valori estremi di copertura sono 0% (nessuna copertura) e 100% (completa copertura del nominale). Il valore che la copertura deve assumere è calcolato con una formula matematica relativamente semplice, facilmente implementabile su uno spreadsheet elettronico.

I vantaggi del delta hedging sono che esso consente, in caso di mercati favorevoli, di lucrare assai di più che non con la metodologia della semplice copertura del nominale. Il delta hedging consente anche di mantenere un buon livello di protezione, anche se solitamente ad un livello peggiore di quello ottenibile con la copertura del nominale. Gli svantaggi sono essenzialmente due: (i) il delta hedging non dà di solito buoni risultati in caso di andamenti eccessivamente oscillatori del mercato (movimenti del prezzo a "denti di sega"); (ii) il delta hedging costringe l'azienda a seguire il mercato giorno per giorno, mentre la copertura del nominale è decisamente meno impegnativa.

In pratica, le aziende possono acquisire da banche ed altri intermediari finanziari, varie tipologie di opzioni, anche personalizzate. L'acquisto di questi strumenti rappresenta di fatto l'outsourcing del processo di delta hedging alla banca, ed il premio che l'azienda paga è il costo del processo di delta hedging più il margine della banca.

Per quello che riguarda il terzo approccio di determinazione della percentuale di copertura del rischio, la minimizzazione della volatilità globale della posizione (minimizzazione della varianza), ci limitiamo ad alcuni cenni. L'idea in questo caso è quella di ridurre la volatilità globale dei flussi finanziari. Se questo sia effettivamente utile o meno, dipende dall'approccio strategico prescelto. Tuttavia, la necessità di coprire contemporaneamente il rischio derivante da più variabili tra loro più o meno correlate è abbastanza comune. In questo caso, è possibile adottare un obiettivo di minimizzazione della volatilità globale. Pertanto non si cerca più di minimizzare il rischio su ciascuna delle esposizioni, ma di considerarle nel loro insieme. Questo tipo di approccio richiede

² Il nome deriva da una grandezza detta "delta" che rappresenta la variazione di prezzo di un'opzione al variare infinitesimo del prezzo del sottostante.

una certa sofisticazione matematica e non è quasi mai usato, in pratica, dalle aziende industriali.

9. La scelta dello strumento di copertura

La scelta degli specifici strumenti di copertura da utilizzare è influenzata da tanti elementi. Ve ne sono alcuni tuttavia che sono particolarmente importanti.

- a) Il costo dello strumento. Osserviamo che il vero costo dello strumento non è, come molti pensano, l'eventuale pagamento che l'impresa deve inizialmente effettuare per acquisire un prodotto finanziario (ad esempio il premio di un'opzione). Il vero costo è la difficoltà che si può incontrare a liquidarlo sul mercato. Tale costo è normalmente rappresentato dal cosiddetto "bid-ask spread" (spread denaro-lettera), cioè la perdita che si avrebbe se si acquistasse ed immediatamente si vendesse lo strumento. Più questo spread è ampio, meno il mercato è efficiente e più sarà difficile liquidare, se necessario, la posizione.
- b) La possibilità ed il costo del roll-over (estensione). Le previsioni finanziarie sono notoriamente inaffidabili: è normale che vi siano slittamenti, modifiche ed errori. La flessibilità dello strumento di copertura è perciò importante: è necessario valutare la possibilità ed il costo di estendere l'operazione domandandosi immediatamente cosa si potrebbe fare se le previsioni odierne si rivelassero in futuro errate.
- c) La qualità della controparte. Una varietà di banche, finanziarie, broker e assicurazioni propone oggi strumenti per la copertura del rischio finanziario d'impresa, ma tali controparti non sono tutti uguali. Occorre verificare non solo la solvibilità prospettica della controparte che offre lo strumento, ma anche la sua serietà ed affidabilità nei rapporti con la clientela in quanto la scelta dello strumento è spesso, almeno parzialmente, un atto di fiducia verso il venditore che lo propone. Infine, particolare attenzione va dedicata anche alle clausole legali e contrattuali che regolano lo strumento acquistato.
- d) Gli aspetti contabili e fiscali. Gli strumenti finanziari utilizzati per la copertura del rischio finanziario sono spesso complessi e non sempre le procedure di contabilizzazione e trattamento fiscale sono chiare. Occorre chiarirle prima di effettuare l'operazione per evitare spiacevoli sorprese, specialmente se tali operazioni scavalcano la data di fine esercizio.
- e) La capacità operativa di gestire lo strumento. Ogni strumento richiede una certa gestione amministrativa. In taluni casi questa gestione è molto semplice, mentre in altri casi può essere complessa. Inoltre, non bisogna sottovalutare l'importanza della capacità di trattare professionalmente con le controparti finanziarie che propongono lo strumento. Occorre che l'azienda faccia un'analisi delle capacità professionali e gestionali (personale, sistemi, back office, ecc.) che può dedicare a questa attività prima di intraprendere ciò che può dimostrarsi il classico "passo più lungo della gamba".

10. Come funziona: procedure operative



La figura rappresenta sinteticamente il ciclo di gestione del rischio finanziario descritto in questo articolo. All'interno (in blu) sono le attività, mentre all'esterno (in rosso) i dipartimenti che dovrebbero svolgerle.

11. Prospettive future e conclusioni

La scienza della gestione del rischio finanziario è sempre in evoluzione, anche se non in modo così evidente come lo è stato negli anni ottanta e novanta. Oggi, spinti anche dalla convergenza dei mercati, si guarda con sempre più interesse all'integrazione delle varie forme di rischio e si parla di enterprise-wide risk management (EWRM): *"un approccio strutturato e disciplinato che allinea strategia, processi, personale, tecnologia e conoscenze con lo scopo di valutare e gestire le incertezze che confrontano l'impresa mano a mano che essa crea valore [...] con l'intento di massimizzare il complesso del valore dell'impresa a favore degli azionisti"*³. Ci si muove sempre più verso l'obiettivo non tanto di gestire il capitale o il rischio, ma il capitale a rischio: in quest'ottica sta suscitando molto interesse, specialmente nei paesi anglosassoni, la fusione di prodotti assicurativi e finanziari esemplificata dall'esplosione del mercato per i prodotti di Alternative Risk Transformation (ART). Questi prodotti includono in pratica tre diverse

³ J.W. DeLoach, "Enterprise-Wide Risk Management", Prentice Hall, Londra 2000, p.5, trad. mia.

famiglie: (i) strutture (o polizze) per la copertura di rischio totale, (ii) strutture per il finanziamento (anzichè per il pagamento) delle perdite, (iii) strutture di finanziamento alternativo per il rischio assicurativo.

Aldilà di quelli che sono nuovi prodotti e soluzioni che continuamente il mercato continuerà a studiare e proporre, quello che è importante sottolineare è che gli ultimi vent'anni (e ancor più gli ultimi mesi) hanno chiaramente dimostrato che la gestione del rischio finanziario è per l'impresa un fatto irrinunciabile. Come tale, essa deve entrare, e di fatto sta entrando, nelle procedure manageriali di gestione delle imprese evolute a tutti i livelli piuttosto che rimanere identificata come una specifica disciplina tecnica, limitata ad un particolare dipartimento. Non ha tanto importanza che nell'impresa esista un risk manager: è molto più importante che tutti, aldilà delle loro funzioni, diventino un poco risk managers.

L'autore: Francesco Ceci è senz'altro uno dei pionieri in Italia del rischio finanziario di cui si è cominciato ad occupare nell'ormai lontano 1985. Ceci è attualmente Senior Vice President in ABN AMRO Bank a Milano ed ha maturato un'esperienza assai vasta nei mercati finanziari, essendosi occupato nella sua carriera anche di investment banking, prodotti derivati e strutturati, finanza aziendale e brokeraggio. Ceci è socio fondatore di AIFIRM ed ha ottenuto un MBA presso Indiana University dopo la laurea in Economia Politica all'Università di Parma.