

# Credito alle imprese

## Basilea 2 al banco di prova

*Basilea 2 entra pienamente a regime, portandosi appresso i sistemi di rating interno delle banche, testati negli ultimi anni sui bilanci aziendali. Il nuovo accordo raccoglie fatalmente il testimone cominciando a produrre i primi effetti. Le imprese saranno investite in pieno dall'avvento dei rating e il bilancio 2007 costituirà il primo banco di prova*

di Carlo Morichini, Fidindustria S.c.ar.l.p.a.

A partire da quest'anno costo del denaro e quantitativi di credito disponibile oscilleranno in funzione dei virtuosismi finanziari delle imprese, a seconda del loro *standing* creditizio. Il gap tra buoni e cattivi tenderà a crescere, facendo lievitare il costo del denaro e scatenando contingenti del credito sui soggetti finanziariamente più deboli, ossia con rating di basso livello. Costi finanziari più alti e minor credito a disposizione significheranno minor competitività e quindi maggiori problemi a rimanere sul mercato per numerosi soggetti.

Le banche stanno adottando **nuovi modelli** nella concessione o nel rinnovo del credito, che sostituiscono vecchi criteri soggettivi (conoscenza del cliente) con nuovi vincoli oggettivi (redditività, patrimonializzazione, mandamentali, ecc.). Si delineano di conseguenza alcune **tendenze**:

- aumento di interesse da parte degli istituti bancari per la **clientela di elevato standing**,

con miglioramento delle condizioni bancarie applicate (tassi e condizioni accessorie) e contestuale abbandono della clientela a basso rating,

- ricerca di **nuovi partner** con cui dividere il rischio.

Entrambe le direttrici hanno una matrice comune: la necessità per le banche di **ottimizzare la redditività del capitale**, che avviene massimizzando il volume degli impieghi rispetto al patrimonio di vigilanza. Basilea 2 impone agli operatori finanziari il mantenimento di un patrimonio di vigilanza almeno pari all'8% delle attività ponderate. Rispetto al passato la ponderazione di tali attività è basata sulla bontà del debitore, sulla qualità del proprio portafoglio crediti. Rating elevati assegnati alla clientela si tramutano in una miglior ponderazione (ad esempio da 100% a 20%) delle attività, con conseguente abbassamento del patrimonio di vigilanza necessario per mantenere un determinato volume di attività. In passato invece gli impieghi veni-

vano ponderati al 100% indipendentemente dalla qualità del prestatore e di conseguenza la banca, non ottenendo significativi riflessi sul livello del patrimonio di vigilanza, poteva detenere un portafoglio crediti di minor qualità.

Anche la ricerca di nuovi partner finanziari con cui dividere il rischio (i confidi) va nella direzione di massimizzare il rapporto tra patrimonio e impieghi. I confidi impatteranno sulla **Lgd** (*loss given default*), cioè sulla perdita attesa in caso di default, una delle quattro grandezze che incidono sulla ponderazione delle attività finanziarie ai sensi di Basilea 2 (le altre grandezze sono **Pd** o probabilità di default, **Ead** o esposizione al momento del default e **maturity** o durata).

### Il ruolo strategico dei confidi

Essi saranno dunque in grado, a certe condizioni (garanzia a prima richiesta), di agire sul livello del patrimonio di vigilanza delle banche. I confidi che evolveranno verso il "modello 107" (soggetti vigilati da Banca d'Italia) trasmetteranno automaticamente ponderazione 20% alle attività da loro garantite, con evidente beneficio per le banche. Anche i confidi che dovessero rimanere aggrappati all'art. 106 (attualmente tutti i confidi appartengono a questa categoria) trasmetteranno alle banche un beneficio in termini di abbassamento del livello del patrimonio di vigilanza previsto da Basilea 2, purché l'istituto da loro garantito abbia adottato l'approccio *advanced*. L'interesse delle banche nei confronti dei confidi è

ormai palpabile ed è cresciuto in modo vistoso negli ultimi anni, facendo impennare le richieste di intervento degli organismi di garanzia. Si calcola che attualmente il mondo dei confidi intermedi circa il 10% del credito concesso dal sistema bancario alle imprese. Si stima parimenti che l'intenzione delle banche sia di portare nel giro di un paio di anni questo livello dal 10 al 40%.

### Come muoversi

Il nuovo approccio al credito delle banche sta già producendo i primi effetti sulle **imprese a basso rating**. L'interesse delle banche nei loro confronti scema, le delibere a fronte di posizioni rientranti in questa categoria vengono accentrate presso le direzioni centrale, sottraendole a direttori di filiale o gestori. Le tempistiche di delibera conseguentemente si allungano, mentre aumentano i dinieghi del sistema a concedere nuove linee di credito o a confermare quelle in essere. L'analisi di una posizione da parte della direzione centrale, anziché del gestore o del direttore di filiale, fa sì che l'azienda venga trattata in modo asettico, senza considerare minimamente quelle che sono le sue peculiarità e i suoi punti di forza più o meno nascosti, con evidente pregiudizio nei suoi confronti. Il peggioramento delle condizioni bancarie è la conseguenza più immediata, ma forse non la peggiore. L'aspetto più negativo è probabilmente il tentativo da parte di tutto il sistema finanziario di uscire più o meno gradualmente da una fascia di clientela, che si troverà presto a dover fare i conti con un credito non solo salato, ma soprattutto contingentato, difficile da ottenere, forse anche in presenza di una garanzia consortile.

È bene che le aziende fin da subito corrano ai ripari, cercando per quanto possibile di limitare i danni, tentando di sfruttare al meglio il nuovo approccio. Esistono una serie di accorgimenti da adottare che possono contribuire a far crescere il proprio rating.

### Trasparenza

Innanzitutto l'impresa dovrà trasmettere al mondo bancario un'immagine di sé nuova rispetto al passato, l'immagine di un organismo aperto, trasparente, pronto a condividere con la banca i propri disegni strategici per il futuro. Sarà necessario comunicare le proprie idee, le proprie intenzioni, i propri piani industriali per affrontare il mercato e le sue congiunture. Sarà necessario redigere periodicamente dei **business plan**, in forma snella, facilmente comprensibile a un soggetto esterno, come il settorista bancario di riferimento, che dovrà leggere il documento, interpretarlo e valutarne la veridicità e la sostenibilità.

### Bilancio

Il bilancio aziendale dovrà comunicare alla banca l'immagine di un'azienda che:

- sa far buon uso del **capitale proprio** e non abusa del credito bancario,
- è in grado di generare abbondante **cash flow** (la linfa necessaria a rimborsare i prestiti che il sistema bancario ha concesso).

Il segreto consisterà nel possedere questo mix di patrimonializzazione e di redditività, questa condizione di imprenditore strategicamente lungimirante (e quindi finanziariamente equilibrato), ben inserito in un business redditizio.

Cominciamo con l'**equilibrio finanziario**. Il documento principe da cui estrarlo è da sempre lo

**stato patrimoniale**. Possiamo dividere uno stato patrimoniale in cinque macrocategorie, di cui due costituiscono le attività e tre le passività. Tra le prime due le immobilizzazioni e l'attivo circolante, tra le seconde il patrimonio netto, i debiti a medio lungo termine e i debiti di breve termine (i cosiddetti debiti di funzionamento).

Ai nostri fini, la prima e più importante variabile che va presa in considerazione è il **rapporto tra patrimonio netto e totale di stato patrimoniale riclassificato**. Esso dovrebbe raggiungere almeno il 25%, vale a dire che per ogni 100 euro investiti in azienda, almeno 25 dovrebbero essere usciti dalle tasche dell'imprenditore. Più il rapporto scende al di sotto della soglia, più l'azienda è sottocapitalizzata, minori saranno rating e appetibilità bancaria.

Un altro ottimo indicatore per misurare l'equilibrio finanziario è il cosiddetto **leverage** o indice di indebitamento. Ci sono diversi modi per calcolarlo. Alcuni a numeratore del rapporto inseriscono tutte le passività, indistintamente. Altri soltanto i debiti verso il sistema bancario, siano essi di breve o di medio termine. Altri ancora soltanto i debiti verso le banche a medio termine. In ogni caso a denominatore compare sempre lo stesso elemento: il patrimonio netto. Più l'indice si innalza e più l'azienda è sottocapitalizzata. Non dovrebbe segnare valori superiori a 4.

Non va trascurato nemmeno il rapporto tra debiti verso le banche e fatturato. Non ha senso essere esposti verso le banche per un importo pari al fatturato, anzi sarebbe bene che l'esposizione bancaria complessiva (debiti a breve, compreso lo smobilizzo crediti, più debiti a medio termi-

ne) non superasse un terzo del fatturato. Tale soglia può essere superata se il debito è per la stragrande maggioranza costituito da smobilizzo crediti e l'azienda sostiene pochi ritorni di insoluti, oppure se la redditività aziendale è molto elevata e quindi in grado di ripagare in poco tempo grosse fette di debito.

Restando in tema di equilibrio, è buona cosa dare un'occhiata anche a **crediti** e **magazzino**: non è ammissibile avere crediti verso clienti o rimanenze pari al fatturato, indipendentemente dalla tipologia di attività svolta.

Una breve riflessione sulle **immobilizzazioni** e sul loro valore di bilancio. Una valutazione oggettiva della patrimonializzazione aziendale non dovrebbe prescindere da una corretta valutazione del reale valore delle immobilizzazioni iscritte a bilancio. Tali beni, per il fatto di essere iscritte a costo storico o, peggio ancora, a prezzo di riscatto in caso di acquisto tramite leasing, sono solitamente sottovalutate. È probabile quindi che le imprese italiane in realtà possiedano un patrimonio netto superiore a quello che si evince dallo stato patrimoniale. Per non parlare poi delle immobilizzazioni immateriali e dei cosiddetti *intangible assets*, quali ad esempio marchi e brevetti, che nel nostro paese, per una serie di ragioni, non vengono nella maggior parte dei casi registrati e quindi, di conseguenza, nemmeno iscritti a bilancio tra le immobilizzazioni immateriali.

Le aziende dovrebbero informare gli istituti bancari sul reale valore dei loro *assets*, unendo al bilancio una stima del valore reale delle immobilizzazioni. Inoltre, in un momento in cui il made in Italy è sotto il tiro dei paesi in via di sviluppo, andrebbe valorizzata adeguata-

mente l'unica arma che le aziende hanno per difendersi dai *competitors* a basso costo del lavoro e cioè i loro marchi, registrandoli e iscrivendoli a bilancio.

Un ultimo sguardo infine anche al **conto economico** e in particolare alla **gestione finanziaria**. Gli oneri finanziari, intesi come interessi passivi bancari e spese bancarie, non devono superare la soglia del 5% rispetto al fatturato. Più è forte il peso degli oneri finanziari, meno l'azienda è appetibile da un punto di vista bancario.

Altro postulato di Basilea 2: il bilancio deve esprimere elevata capacità di rimborso, l'azienda deve **generare cash flow**. Senza cash flow viene a mancare il carburante necessario per rimborsare i finanziamenti. Il concetto di cash flow utilizzato dal sistema bancario è inteso in senso restrittivo (utile netto + ammortamenti). Analizzarlo in valore assoluto poi, non ha molto senso; va piuttosto raffrontato con le risorse che l'impresa ha approntato per crearlo (totale dell'attivo di stato patrimoniale riclassificato). Un valore del rapporto (cash flow/attivo) inferiore al 4,5% è da considerarsi insoddisfacente.

Va anche preso in considerazione però un altro indicatore molto importante, che segnala l'efficienza della gestione industriale di un'impresa: il **marginale operativo lordo** (Mol), ovvero quanto l'azienda produce in termini di reddito operativo lordo, considerando unicamente la gestione tipica prima degli ammortamenti (valore della produzione - costi industriali, commerciali, amministrativi - canoni di leasing - costo del lavoro). È l'indicatore da preferire rispetto al margine operativo netto (che tiene conto anche degli ammortamenti), perché si presta

meno facilmente a manipolazioni di bilancio (ammortamenti anticipati) e rappresenta più fedelmente la realtà aziendale. Rispetto al fatturato il Mol dovrebbe essere pari almeno all'8-10%.

## Gestione finanziaria oculata

Gestire in modo consono da un punto di vista finanziario la propria impresa diventerà un tema centrale nei prossimi anni. Ai sensi di Basilea 2 una sana gestione finanziaria avrà la stessa valenza di una corretta gestione industriale. Di seguito procederemo con una disamina dei principali accorgimenti da adottare per non incorrere in penalizzazioni in termini di rating.

Ad esempio, finanziare gli **investimenti in beni durevoli** (macchinari, impianti, immobili, attrezzature, marchi, brevetti, immobilizzazioni in genere) con prodotti di breve termine, vale a dire fidi di cassa, smobilizzo crediti e finanziamenti liberi con *duration* inferiore a 18 mesi rappresenta un primo grave errore da evitare. Si tratta di una scelta assolutamente non conforme ai dettami della finanza, altamente rischiosa e priva di significato. Qualsiasi bene che conferisca all'impresa benefici su più esercizi deve essere finanziato con strumenti che spalmino il peso del debito contratto per acquisirli su un numero adeguato di anni. Gli esercizi saranno allora una decina o una quindicina in caso di acquisto o costruzione di immobili, tre o cinque se invece si tratta delle restanti voci (materiali e immateriali). Il beneficio per l'impresa è molteplice; non soltanto si accaparra linee bancarie che godono del **beneficio del termine** e che quindi non possono essere soggette ad azioni di

revoca da parte del sistema bancario se non in caso di palese dissesto finanziario, ma fissa contrattualmente il **pricing** dell'operazione limitando il numero di variabili costo. Infatti, una volta definito il tasso dell'operazione all'interno del contratto di finanziamento, alla banca resta ben poco margine per modificare le condizioni pattuite con l'imprenditore. Ben diversa la situazione per i prodotti di breve termine. Basti pensare al numero di ammennicoli collegati a uno scoperto di conto corrente e tranquillamente modificabili dall'istituto bancario in un qualsiasi momento (giorni banca, spese per riga, spese di gestione rapporto, spese di chiusura trimestrali, commissioni di massimo scoperto, ecc.). Come sopra accennato, le **linee di breve termine** sono contraddistinte da un'**elevata vulnerabilità** in termini di revocabilità. In cinque giorni l'istituto può chiedere all'impresa di rientrare dalla propria esposizione di cassa o di azzerare l'utilizzo dei propri castelletti di salvo buon fine o di anticipo fatture, con evidenti traumi per il soggetto debole del contratto (l'impresa appunto). Utilizzare queste forme tecniche per coprire i propri investimenti significa sottoporre l'azienda a una potenziale crisi di liquidità, con quel che ne consegue.

Per queste tipologie di spesa è estremamente pericoloso anche ricorrere allo smobilizzo crediti, perché in caso di diminuzione degli ordinativi a seguito di crisi di mercato, delle importanti riserve di liquidità verrebbero a mancare, perché utilizzate come coperture per l'acquisto di immobilizzazioni e non per supportare il cosiddetto debito di funzionamento. I finanziamenti di durata inferiore

ai diciotto mesi presentano gli stessi limiti delle due forme analizzate sopra: sono facilmente revocabili e non possono rimanere in essere per lunghi periodi. Aggiungono eventualmente ancora una variabile di forte criticità se accesi in divisa (in valute diverse dall'euro), perché assegnano un'ulteriore incognita alla gestione, derivante dall'oscillazione del cambio.

La **facilità di ottenimento** di una linea di smobilizzo crediti o di un finanziamento entro i 18 mesi spingono l'imprenditore a sovrappesare l'utilizzo delle linee di breve termine. Esiste però sul mercato la possibilità, attraverso la garanzia dei confidi, di ottenere agevolmente anche linee di medio termine. L'importante è sfruttare tutte le possibilità che il mercato finanziario offre (cooperative fidi appunto) per potenziare la propria capacità di credito.

Utilizzare strumenti di breve termine per coprire beni durevoli comporta un peggioramento degli **indici di struttura**, cioè di quegli indicatori che misurano l'equilibrio finanziario dell'impresa. Un esempio su tutti: il rapporto

<b>Capitali permanenti</b>
-----
<b>Attivo immobilizzato</b>

dovrebbe normalmente esporre valori superiori a 1-1,25. Utilizzando in modo improprio le fonti di finanziamento il rapporto tende a decrescere e a spostarsi sotto l'unità a causa dell'incremento del denominatore, dovuto all'acquisizione di nuove immobilizzazioni (attivo immobilizzato appunto). Purtroppo il numeratore non cresce di conseguenza perché la fonte finanziaria utilizzata, anziché essere rappresentata da un finanziamento a medio termine (che troverebbe allocazione tra i capita-

li permanenti insieme al patrimonio netto) è costituita da una linea di breve termine che come tale va appostata tra i debiti di breve termine (o debiti di funzionamento).

Gli indici di struttura fanno parte di tutti i sistemi di rating in via di adozione ai fini di Basilea 2. Un peggioramento di questi indici incide quindi di conseguenza in modo sostanziale sul rating d'impresa, con riflessi negativi in termine di pricing del credito e di concessione di nuove linee.

### Focus sulla struttura patrimoniale

È necessario, come già detto precedentemente, prestare molta attenzione alla struttura patrimoniale dell'impresa. La debolezza patrimoniale delle imprese italiane trae origine dagli ultimi 50 anni di politica fiscale dei governi via via succedutisi, che hanno creato nell'imprenditore una cultura finanziaria sfocata e distorta. Considerare deducibili ai fini fiscali gli interessi passivi sui prestiti, senza introdurre degli incentivi alla capitalizzazione d'impresa (anzi talvolta delegittimandola con manovre stile "tassa patrimoniale") ha fatto sì che l'imprenditoria fosse incentivata a sfruttare al massimo la leva del debito per finanziare lo sviluppo delle proprie attività a scapito del capitale di rischio. Di conseguenza nel nostro paese non si sono sviluppati organismi che si occupano di capitale di rischio (società di venture capital, *business angel*, ecc.). Gli imprenditori hanno preferito investire i loro soldi altrove e sottoutilizzare pure l'autofinanziamento, preferendo in genere prelevare gli utili, anziché destinarli a riserva. Nel corso dei decenni questo meccanismo perverso ha fatto sì che l'universo delle imprese italiane mantenesse

dimensioni ridotte rispetto ai concorrenti tedeschi, francesi, ecc. Il sottodimensionamento della nostra struttura produttiva rispetto agli altri partner europei nasce proprio da una sottocapitalizzazione latente, figlia a sua volta di una cultura finanziaria errata, perpetuata nei decenni, fino ad oggi.

All'interno di uno scenario di forte incertezza economica quale l'attuale, meglio sarebbe per le imprese poter contare su una struttura finanziaria equilibrata, dove l'utilizzo degli affidamenti bancari rientri nella normalità.

Più forte è l'esposizione verso le banche, più debole è la capacità dell'impresa di fronteggiare crisi di liquidità e momenti di mercato sfavorevole, con ordinativi in calo e intermittenti.

Possedere una struttura finanziaria dove la componente di capitale di rischio appare residuale significa di fatto sottostare agli umori del sistema bancario, umore fortemente provato da una situazione congiunturale dove l'ago della bussola punta da tempo verso crisi e stagnazione. Viceversa un'impresa dove il peso del debito non affligga troppo gestione economica e equilibrio strutturale rappresenta una realtà produttiva in pole position nell'affrontare negatività di mercato.

Da questo punto di vista Basilea 2 rappresenta una svolta culturale che, abbinata ad alcune manovre fiscali che di fatto hanno reso meno interessante l'utilizzo del debito (Irap che non considera deducibili gli interessi passivi) o più incentivante l'aumento del patrimonio (Superdit, legge Tremonti, ecc.) porterà a una rivisitazione della struttura finanziaria d'impresa con una nuova attenzio-

ne al capitale di rischio.

Abbiamo già definito in precedenza come sufficientemente capitalizzata l'impresa che vanti un **patrimonio netto superiore al 25%** del totale di stato patrimoniale:

$$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Tot. passivo stato patrimoniale riclassificato}} > 25\%$$

Un altro indicatore largamente utilizzato al fine di stabilire l'equilibrio finanziario di un'impresa è il **leverage o rapporto di leva**. Esso misura il rapporto tra i debiti contratti dall'azienda verso il sistema creditizio (breve e medio termine) e il patrimonio netto. Normalmente non dovrebbe esporre valori superiori a 4:

$$\frac{\text{Debiti verso banche a breve e medio termine}}{\text{Patrimonio netto}} < 4$$

Nel considerare il livello ottimale del *leverage* occorrerebbe anche considerare alcune altre variabili, quali il costo del debito, il *cash flow* generato dal business e la redditività operativa generata dalla gestione. In generale aziende in grado di produrre maggior *cash flow* (con valori, rispetto al totale attivo di stato patrimoniale, superiori al 7%) e che espungano margini operativi lordi interessanti (superiori al 15% rispetto al fatturato) possono superare il livello di soglia su esposto, grazie alla forte capacità di generare reddito (e quindi di costruire flussi di cassa positivi a servizio del debito) dell'azienda. Riguardo poi al costo del debito, un'interessante considerazione si può sollevare partendo dall'analisi del Rod (**return on debit**), ovvero del costo del debito, rapportato al Roi (**return on investment**) prodotto dall'impresa:

$$\text{Rod} = \frac{\text{Oneri finanziari netti}}{\text{Debiti verso banche a medio e breve termine} + \text{Debiti verso fornitori}}$$

$$\text{Roi} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito nella gestione caratteristica}}$$

Il Rod segnala quanto costa all'impresa il debito contratto con fornitori e banche. Il Roi definisce invece la redditività operativa dell'impresa. Stabilisce quanto rende quanto si investe a vario titolo nel business, sia di provenienza dell'imprenditore, delle banche o dei fornitori. In generale se il Roi supera il Rod all'impresa conviene indebitarsi, perché il costo del debito viene coperto dalla redditività operativa. Anzi, più il gap tra i due valori cresce a favore del Roi e più a tutti conviene che l'impresa si indebiti e si espanda, sia all'imprenditore che ai finanziatori (banche). L'effetto di leva moltiplicato per il differenziale positivo tra Roi e Rod esprime la potenzialità in termini di redditività (Pr) dell'impresa:

$$\text{Pr} = (\text{Roi} - \text{Rod}) * \text{Leverage}$$

In ogni caso, attenzione: livelli troppo elevati di debito compromettono l'equilibrio finanziario dell'impresa, peggiorando *leverage* e livello di patrimonializzazione. Al di là delle osservazioni fatte sopra conviene quindi non esagerare con l'indebitamento. Tutti i sistemi di rating degli istituti di credito contengono almeno uno dei due indicatori esposti (*leverage* o grado di patrimonializzazione) e la loro incidenza sul voto finale da assegnare all'impresa è tutt'altro che marginale.

## Strumenti a supporto dell'impresa

Per rispondere alle esigenze di Basilea 2, si stanno affermando sul mercato finanziario prodotti quali **prestiti partecipativi** e **mezzanini**. Il primo affianca a un aumento di capitale sottoscritto dai soci, con versamento differito nel tempo, un finanziamento a medio termine in capo all'azienda. L'importo di un prestito partecipativo è solitamente pari all'aumento di capitale sottoscritto. Il secondo consiste in un finanziamento che prevede un meccanismo di rimborso cosiddetto *bullet*, cioè in un'unica soluzione dopo un certo numero di anni dall'erogazione. La remunerazione dei mezzanini è inoltre legata all'andamento aziendale: più l'azienda guadagna e più paga. La banca partecipa in sostanza al rischio di impresa, godendo del buon andamento aziendale.

Un'altra possibilità offerta negli anni passati agli imprenditori più lungimiranti e, tutto sommato, dal costo fiscale accettabile, consisteva nella possibilità di usufruire delle leggi di **rivalutazione dei beni** di proprietà dell'impresa. Spesso nelle poste di bilancio si celano delle riserve occulte legate al differenziale tra il valore dei beni iscritti a costo storico o a prezzo di riscatto (nel caso di beni acquisiti a suo tempo in leasing) e il loro valore di mercato. La norma in questione permetteva di rivalutare le poste, elevandole al loro reale valore, dietro pagamento di una imposta alla fonte, ridotta in termini percentuali. Il beneficio era duplice. Innanzitutto ai fini di Basilea 2: l'impresa, senza la necessità da parte dei soci di provvedere a nuovi versamenti in conto capitale, vedeva aumentare il proprio patrimonio netto, con conseguente miglioramento di

tutti gli indici patrimoniali, grazie alla rivalutazione delle immobilizzazioni. Altro risvolto: la rivalutazione delle immobilizzazioni permetteva, senza dover sostituire alcun bene, l'immissione in conto economico di nuovi ammortamenti, che defiscalizzavano l'utile ad aliquota ordinaria.

## Gestione del cambio

Un'ultima riflessione sulle **operazioni in divisa**. Un buon direttore finanziario o un buon imprenditore devono saper sfruttare a fondo i frutti derivanti da un corretto monitoraggio di questo tipo di rischio. La prima considerazione da farsi è che lo scopo di un'impresa industriale deve essere quello di vendere con un buon margine di guadagno il proprio prodotto, non quello di speculare sui cambi. Non dovrebbe avere, vocazione di *trading* sulle divise.

Il rischio di cambio deve essere in qualche modo neutralizzato, onde evitare che scossoni economico-finanziari imprevisi vadano a inficiare una proficua gestione tipica.

L'**ingresso dell'euro** sul mercato dei cambi ha ridotto notevolmente il numero degli attori, ma ciononostante, rimangono sempre in auge valute di scambio importanti come dollaro Usa e sterlina inglese. L'atteggiamento di un esportatore abituale deve essere improntato a pareggiare in qualche modo le divise, o con coperture a termine o con flussi opposti in medesima valuta. Chi acquista materia prima in valute diverse dall'euro e rivende in quelle stesse valute può attivare un conto valutario su cui "parcheggiare" le giacenze in valuta (per esempio dollari) in attesa di utilizzarli per i pagamenti nella medesima divisa. In questo caso il

soggetto dovrà coprirsi a termine soltanto per la quantità residua derivante dalla differenza tra divisa incamerata e valuta da utilizzare per le transazioni a proprio sfavore (pagamenti di fornitori). Con una copertura a termine l'azienda acquista o vende a una certa data della valuta a un prezzo prefissato, cosa che appunto gli permette di neutralizzare l'effetto cambio. Infatti, avendo a suo tempo costruito i propri listini prezzi sulla base di un cambio ipotetico è in questo modo certa di non subire scossoni inaspettati dal mercato. Parimenti non si verificano effetti negativi dal pareggio delle divise derivante da flussi opposti (ad esempio incassi e pagamenti in dollari). L'importante è non lasciare la gestione delle valute alla mercè degli avvenimenti, ma eliminare ogni fonte di rischio, assicurando all'impresa i margini industriali fissati a priori nel momento in cui si è stabilito un prezzo di vendita. Ovvio che a volte l'altra faccia della medaglia può essere rappresentata da mancati introiti supplementari di natura speculativa. Se io acquisto in dollari e non mi copro e non ho introiti in quella divisa derivanti da esportazioni, potrei lasciare aperto il rischio di cambio, scommettendo sul rafforzamento dell'euro nei confronti della divisa Usa. Se però a scadenza questa ipotesi non dovesse verificarsi, io mi troverei a dover pagare un debito superiore a quello a suo tempo contratto con il fornitore, "lievitato" della componente speculativa dovuta al mancato verificarsi delle mie attese sul cross rate (rapporto di cambio) tra dollaro e euro.

I **riflessi su Basilea 2** sono molteplici. Il Codice civile impone di valorizzare le giacenze in divisa depositate sui conti valutari al cambio del 31 dicembre di ciascun

anno. Di fatto quindi ancorché l'imprenditore abbia fatto bene il suo lavoro e sappia che a fronte di quelle giacenze ci sono dei pagamenti nella stessa divisa da effettuare utilizzando quelle risorse, potrebbe trovarsi nell'assurda condizione di contabilizzare in un esercizio delle perdite su cambi assolutamente fittizie.

Ecco un **esempio**: se si detiene sul conto valutario dei dollari derivanti da esportazioni e si intende utilizzarli per pagare a breve delle importazioni, ovviamente sempre in dollari, di fatto non si è soggetti a rischi di cambio. Contabilmente però, al 31 dicembre si è tenuti a valorizzare quelle divise "al prezzo corrente", cioè al cambio del giorno, che potrebbe essere più sfavorevole di quello a cui sono state valorizzate a suo tempo quei dollari. Si potrebbe a suo tempo aver incamerato quei dollari a 1,35, mentre al 31 dicembre il rapporto di cambio potrebbe essere 1,45. Il rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro crea una perdita su cambi da iscrivere a bilancio per 0,10. Tale perdita è fittizia, in quanto non si trasformeranno quei dollari in euro, ma si baratteranno con il pagamento di una fornitura in dollari.

Ai fini dell'analisi di bilancio e di Basilea 2, le perdite su cambi, peggiorando la gestione finanziaria, penalizzeranno l'impresa in termini di rating. Dovrà essere cura dell'imprenditore o di chi ne fa le veci finanziarie spiegare al

gestore dell'istituto bancario che la perdita in realtà non esiste nel caso di compensazione di flusso tramite giacenze sul conto valutario. Sarà parimenti suo compito spiegare che la gestione delle valute è oculata e non lasciata al caso, che non espone l'azienda a crisi di liquidità derivanti dalla mancata copertura del rischio. Lo scopo di queste informazioni sarà di influenzare positivamente i *ratings* qualitativi dei modelli di rating (i cosiddetti *intangibles*), che assumono valori diversi a seconda dell'impressione più o meno positiva che l'impresa ha suscitato nel suo interlocutore bancario.

### In ultimo, il rischio di tasso

Su questa variabile alcune banche italiane hanno costruito i loro conti economici degli ultimi anni, a scapito delle Pmi. Il basso livello dei tassi ha effettivamente scatenato l'appetito degli imprenditori meno avvezzi al rischio, facendoli cadere nelle trappole tese da alcune banche. Un contratto di **interest rate swap** (o copertura del rischio di tasso) prevede che la banca paghi all'impresa l'euribor "di periodo", mentre l'impresa paga alla banca un tasso fisso predefinito e che di solito si modifica di anno in anno in base però a una scalettatura predefinita al momento della sottoscrizione del contratto. Si liquidano i differenziali (chi

ha sbagliato previsioni paga all'altro la differenza tra i due tassi). Il contratto è solitamente pluriennale e la chiusura anticipata con il pagamento di un importo (*mark to market*) assai onerosa per l'imprenditore.

Per chi decidesse di **coprire almeno parzialmente il proprio rischio** è bene seguire alcune regole di comportamento:

- non stipulare mai contratti di copertura per importi superiori al proprio indebitamento, ma limitarsi a coprirne al massimo un terzo;
- non sottoscrivere contratti di durata superiore ai 2 o 3 anni;
- analizzare le previsioni di periodo relative all'andamento dei tassi fornite da un ente terzo e non coinvolto nella scommessa matematica;
- negoziare la sottoscrizione del contratto contro un abbattimento dello *spread* applicato dalla banca proponente ai tassi variabili sulle linee di breve termine utilizzata dall'impresa (smobilizzo crediti e scoperto di cassa).

Un differenziale negativo per l'impresa su un contratto di *interest rate swap* si tramuta in un appesantimento degli oneri finanziari, che crescono a dismisura, fino a penalizzare l'impresa in termini di rating. Il peso della gestione finanziaria contribuisce a definire il voto complessivo dell'impresa e rappresenta un tassello importante nei sistemi di rating delle banche. ■