MAI COME ADESSO I DERIVATI POSSONO AIUTARE LE PMI

DI MICHELE RUTIGLIANO*

Elementi di irrazionalità nei comportamenti economici si osservano ovunque, e sembrano inevitabili. Anche le imprese, soprattutto quelle piccole e medie (le pmi), assumono spesso decisioni finanziarie poco coerenti con gli scenari che si vanno configurando. Così, ad esempio, si astengono dal tornare sul mercato degli strumenti finanziari derivati, dopo taluni eccessi del passato, proprio quando le aspettative suggerirebbero invece un loro prudente utilizzo nella gestione del rischio sui tassi di interesse e sui cambi, mentre il mercato risulta per lo più ripulito di strutture contrattuali poco adatte a un impiego in chiave di pura copertura e i margini degli intermediari (quindi gli oneri impliciti per le imprese) si sono ridotti.

La copertura dal rischio di tasso oggi avrebbe poche controindicazioni

La volatilità dei mercati valutari continua a riflettere le incerte aspettative del mercato circa le dinamiche di non breve periodo. Si vanno invece consolidando le previsioni di un aumento dei tassi di interesse, anche se resta incerto il momento dell'inversione di tendenza, anche tenuto conto che i segnali di ripresa, posto che siano attendibili, sono ancora deboli. È probabile che molte imprese, che pure sono sopravvissute alla crisi economica e quindi al calo degli ordini e dei fatturati, subiranno pesantemente le conseguenze di un aumento dei tassi di interesse e quindi degli oneri finanziari, in presenza di strutture finanziarie fortemente indebitate. Evidentemente si ritiene che conti economici che espongono una redditività modesta o negativa debbano trarre vantaggio il più a lungo possibile da un livello dei tassi di interesse così attraente, evitando i possibili oneri delle coperture. Le stesse banche non sembrano più granché attive nell'offerta di questi strumenti, per motivi reputazionali e per le resistenze che comunque incontrano sul mercato.

La sensazione è che, nonostante tutto, la conoscenza degli strumenti finanziari derivati da parte delle pmi, ma non solo di quelle, sia ancora modesta. Molte imprese hanno posto in essere in passato operazioni troppo complesse, senza comprenderne i rischi e il potenziale speculativo, e rifiutano oggi anche solo di affrontare il tema, che sia anche a scopo di pura copertura. Parrebbe giunto il momento per iniziative di comunicazione e confronto, senza pregiudizi, per un utilizzo consapevole e prudente degli strumenti in oggetto.

Perfino il trattamento contabile, e quindi gli effetti sui bilanci di esercizio; non sembrano sempre ben compresi né dagli analisti del credito, né dalle imprese utilizzatrici,

né da taluni commentatori. Facendo riferimento alle imprese, riguardo a quelle che redigono il bilancio di esercizio secondo le regole del codice civile, non dovrebbero esserci dubbi che, in presenza di questi strumenti finanziari, la Nota integrativa e la Relazione sulla gestione debbano sempre dare evidenza dell'esistenza e dei rispettivi fair value degli strumenti, nonché delle politiche di risk management adottate. Meno ovvi sembrano gli effetti di conto economico e, stranamente, meno conosciuto parrebbe il diverso impatto secondo che gli strumenti si qualificano o meno come «di copertura». Con riferimento agli strumenti di gestione del rischio di tasso, a fronte di passività a tasso variabile, forse fra le ipotesi di maggiore interesse, i differenziali pagati o incassati sul derivato - ad esempio su un Interest Rate Swap - costituiscono oneri assimilati a oneri finanziari, anzi hanno proprio la funzione di stabilizzare questi ultimi, in presenza di aumenti o

diminuzione dei tassi di interesse. Gli effetti valutativi, vale a dire le variazioni di fair value del derivato, non hanno invece alcun riflesso sul conto economico.

Diverso è il caso di una posizione su analoghi strumenti finanziari su tassi di interesse che però non si qualificano come di copertura. In tal caso anche gli effetti valutativi possono divenire rilevanti: in presenza di differenze di valore negative, queste andranno certamente rilevate a conto economico, mentre le eventuali differenze positive dovranno soggiacere al principio di prudenza, che ne impedisce la rilevazione a conto economico.

Ritenendo poco opportuno che imprese non finanziarie si avventurino su posizioni di tipo speculativo, va sottolineato che la copertura mediante strumenti semplici e mirati non genera effetti diversi rispetto alla semplice rilevazione dei differenziali positivi o negativi. È peraltro evidente che, se poi si procedesse alla chiusura anticipata di un'operazione ancora in essere in derivati, risulterebbe a carico o a favore dell'impresa il valore negativo o positivo dello strumento alla data di estinzione. Ma in uno scenario di possibile rialzo dei tassi di interesse (lo scenario opposto suonando invece del tutto irrealistico) l'eventuale successiva chiusura anticipata di contratti stipulati oggi farebbe emergere differenze (mark-to-market) favorevoli all'impresa.

L'analogo tema riferito alle imprese che redigano il bilancio secondo i principi contabili internazionali richiederebbe invece qualche considerazione ad hoc, quanto meno per evidenziare che anche operazioni di pura copertura della specie sopra accennata (cash flow hedge) comporterebbero la necessità di riflettere gli effetti valutativi mediante appostazioni direttamente a patrimonio netto, positive o negative. (riproduzione riservata)

*docente presso la Sda Bocconi

MF 13-4-2010