

RISK MANAGEMENT

Perché l'utilizzo dei derivati è lo strumento d'elezione per gestire i rischi legati alla volatilità dei prezzi

Contratti future a misura d'impresa

Le posizioni a termine neutralizzano le oscillazioni ma non garantiscono l'approvvigionamento

Sotto il termine derivati (*derivative*) va una serie di prodotti e strumenti divenuta nel tempo sempre più articolata e complessa (*future, option, swap*), ma dove l'elemento fondamentale è comunque costituito dal cosiddetto «contratto a termine» o «contratto future». I derivati possono avere come oggetto le commodity (prodotti agricoli, metalli, petrolio) come pure elementi finanziari (indici azionari, valute) e possono essere trattati in modo standard e trasparente presso mercati ufficiali dedicati (*listed derivative*), come il Cbot-Cme di Chigago (Chicago Board of Trade - Chicago Mercantile Exchange) o l'Euronext di Parigi (che ha incorporato il Matif - Marché a Terme International de France), oppure in forma personalizzata e privata tra due parti, come un'impresa di trasformazione e un istituto bancario, nel cosiddetto mercato Otc (Over The Counter). Al di là di questa complessità e focalizzandosi sui contratti a termine delle commodity agricole trattati su piazze ufficiali, vale la pena ricordare come questi siano nati negli Usa a metà dell'800 (il Cbot apre nel 1848) allo scopo di migliorare la trasparenza e la stabilità dei mercati e, soprattutto, di consentire ai produttori agricoli e ai trasformatori di proteggersi dai rischi connessi alla volatilità dei prezzi.

Nello specifico, si può definire un future come un contratto in cui la consegna è differita nel tempo e in cui tutti gli elementi (quantità, caratteristiche qualitative della merce, epoca e luogo di consegna) sono standardizzati tranne il prezzo. Acquistare (vendere) un future relativo a una certa commodity a un certo prezzo, che in gergo

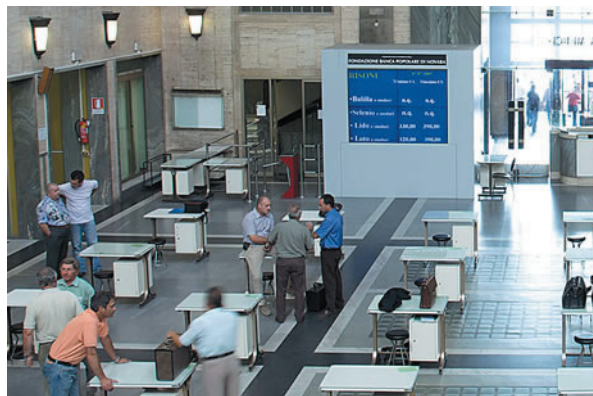
COME FUNZIONANO I DERIVATI

	Azione	Hedging
Long	Comprare un future	Per un utilizzatore: fissare il prezzo
Short	Vendere un future	Per un produttore: fissare il prezzo
Long call	Comprare una call option	Per un utilizzatore: assicurarsi un prezzo massimo
Long put	Comprare una put option	Per un produttore: assicurarsi un prezzo minimo

equivale a prendere una posizione *long* (*short*), significa assumersi l'obbligo di ritirare (consegnare), a una data futura e in un luogo predefiniti, una quantità e una qualità standard di quella commodity pagando (ricevendo) allora quel prezzo. Tutto ciò senza che vi sia una corrispondenza biunivoca tra compratore e venditore. Naturalmente il numero di contratti acquistati corrisponde sempre a quello dei venduti, ma l'unico interlocutore per tutti è l'ente che gestisce il mercato il quale, avendo preteso in anticipo dagli operatori adeguate garanzie economiche, assicura che gli obblighi assunti siano rispettati, eliminando così i rischi connessi all'affidabilità della controparte. Un future poi, nella stragrande maggioranza dei casi, viene risolto prima della scadenza attraverso un'operazione di segno contrario (*settlement*) - cioè rivendendo (riacquistando) ciò che prima si era acquistato (venduto) - e realizzando quindi un profitto, o una perdita, connesso alla differenza di prezzo. Ove il *settlement* non abbia luogo, il future andrà in esecuzione con il trasferimento fisico della merce, dopo che l'ente gestore avrà abbinato venditore e compratore in base a regole che variano secondo le piazze, ma questa evenienza oc-

corre in meno del 5% dei casi.

Coloro che agiscono sui mercati future delle commodity agricole possono essere operatori economici (produttori agricoli, trasformatori industriali) che utilizzano questi strumenti in modo parallelo ai tradizionali mercati fisici (*cash e forward*) per gestire i rischi connessi alla volatilità dei prezzi attraverso operazioni cosiddette di *hedging*, oppure puri speculatori che cercano di trarre profitto dalla variazione dei prezzi senza alcun coinvolgimento con i mercati fisici (un'adeguata presenza di speculatori è per altro essenziale al buon funzionamento di un mercato a termine assicurando il necessario livello di liquidità). Un produttore (un utilizzatore) di una certa commodity può dunque proteggere i propri margini al momento della semina (del budget), avendo una relativa certezza sulle altre voci del conto economico, vendendo (comprando) future di quella commodity per scadenza coerente al momento di effettiva vendita (acquisto) sul mercato fisico, allorché il prezzo in essere sul mercato future risulti attraente. Dal momento che i prezzi future e *spot* tendono a convergere quando un contratto future si approssima a scadenza, il guadagno (o la perdita) realizzato dal *settle-*



ment del future andrà a compensare la variazione di prezzo occorsa sul mercato fisico, consolidando quindi quel prezzo giudicato allora attraente. Questo meccanismo non consente comunque una compensazione perfetta, dal momento che le condizioni standard (qualità, luogo di consegna) di un future differiscono inevitabilmente da quelle con cui si opera sul mercato fisico. La somma di tali differenze, in termini di prezzo, prende il nome di *basis* e a essa resta associato un rischio residuo non altrimenti eliminabile. La *basis* è comunque una componente relativamente piccola del prezzo finale e meno volatile dello stesso. Ove la commodity che interessa non risulti quotata sui mercati a termine si può operare un *cross-hedging* utilizzando il future di un'altra commodity (purché i prezzi dei due prodotti siano storicamente ben correlati), ma incrementando comunque l'entità della *basis* (ad esempio *hedging* di commodity feed attraverso il mais).

Rispetto all'*hedging* classico sopra descritto, in cui mercati *future* e fisici restano mondi paralleli, nel caso dei contatti di coltivazione esiste la possibilità di legare il prezzo (al quale avverrà la transazione fisica) a un future con una formula (coefficiente

moltiplicativo o elemento aggiuntivo) il che equivale ad annullare la variabilità della *basis*. Entrambi i contraenti possono quindi attuare, ove lo ritengano, un *hedging* perfetto in modo indipendente l'uno dall'altro. Anche in questo caso, in assenza di *future* diretto, è possibile utilizzare il future di una commodity correlata (vedi l'esperienza dei contratti di coltivazione per l'orzo da malto negli Usa, che utilizzano il *future* di frumenti *spring*, e di quelli per il frumento duro in Europa, che utilizzano il *future* del frumento tenero).

Solo un brevissimo cenno al ruolo delle *option* in ottica di gestione del rischio prezzo. Una *option* costituisce il diritto ad acquistare (*call option*) o a vendere (*put option*), entro una certa scadenza, contratti future a un prezzo stabilito (*strike*). Chi acquista (*holder*) una *option* (*call* o *put*) acquisisce il diritto pagando un premio al venditore, mentre chi la vende (*writer*) assume l'obbligo che ne deriva incassando il premio dal compratore. Chi detiene una *option* avrà poi la facoltà di esercitarla entro il termine di scadenza oppure di lasciarla scadere: il senso delle *option* è quindi molto simile a quello di una polizza assicurativa che copra il rischio che il prezzo di una

commodity salga oltre una soglia massima o scenda sotto una soglia minima. Vi è poi la possibilità di costruire strumenti sofisticati per gestione del rischio prezzo combinando più *option*. Un esempio interessante di ciò sono i cosiddetti «collar a costo zero» dove, nel caso di un utilizzatore, l'acquisto di una *call* viene finanziato dalla vendita di una *put*: i prezzi *strike* delle due *option* definiscono quindi una banda tra un massimo che si teme possa essere superato e un minimo che si ritiene non possa essere sfondato.

Un'ultima nota per ricordare che i future delle commodity sono quotati a Parigi in euro a tonnellata, mentre negli Usa in centesimi di dollaro per bushel. Un operatore europeo che dovesse utilizzare per il proprio *hedging* il mercato a termine di Chicago (per altro accessibile direttamente attraverso opportuna piattaforma, mentre l'accesso a Parigi necessita comunque ancora di un broker) si troverebbe di fronte a un rischio cambio, per quanto anch'esso gestibile attraverso derivati sulla valuta.

I future e le *option* sono, in conclusione, strumenti di elezione per la gestione dei rischi connessi alla volatilità dei prezzi, in grado di mitigare finanche ad annullare tali rischi, ma sono per altro quasi del tutto inefficaci verso i rischi connessi alla supply-security dal momento che, anche qualora un contratto future andasse in esecuzione fisica, ben difficilmente le condizioni standard di qualità e di delivery potrebbero soddisfare le esigenze operative di un utilizzatore industriale. •