

Introduzione

Senza rischio non c'è attività di impresa

L'attività di impresa, qualsiasi essa sia, è caratterizzata da rischio. Organizzare fattori produttivi e finanziari al fine di raggiungere obiettivi di natura economica comporta necessariamente l'assunzione di rischio.

Il rischio è, pertanto, parte integrante – e anche caratterizzante – dell'attività di impresa. Da qui deriva la necessità per l'impresa di *remunerare il rischio*, come elemento essenziale per la *creazione del valore*.

Il rischio è parte dell'impresa da sempre, da quando l'uomo ha organizzato attività di produzione e di vendita per raggiungere obiettivi di natura economica.

Le teorie economiche e finanziarie hanno cercato di inquadrare le scelte delle imprese – e di chi le amministra – all'interno di un contesto di *razionalità*, attraverso un'interpretazione dell'*equilibrio tra rischio e utilità attesa*.

L'assunzione di fondo è che nessun soggetto razionale sarebbe disponibile a prendere una decisione che comporti un rischio senza che essa sia giustificata attraverso un'utilità attesa, ossia un *rendimento*, adeguata.

Rischio, rendimento e attività di impresa sono indissolubilmente legati. Negli ultimi anni l'attenzione verso il rischio è cresciuta in modo particolarmente significativo. Questo ha portato imprese, banche, società finanziarie e assicurative a rendere più espliciti e formalizzati i processi di risk management, all'interno dei processi chiave delle proprie orga-

nizzazioni, spinte sia da normative più stringenti sia da pressioni del mercato e, in generale, degli stakeholder sempre più forti.

Una soglia di attenzione che cresce



Alcuni fatti importanti, sia relativi al mondo industriale sia relativi al mondo finanziario – in particolare questi ultimi a seguito dell'ultima crisi finanziaria internazionale – hanno aumentato la soglia di attenzione. Di seguito riportiamo solo alcuni esempi, tra i più eclatanti e significativi, consapevoli che la lista potrebbe essere ben più lunga e numerosa.

Enron Corporation

Enron Corporation è stata una delle più grandi multinazionali statunitensi, operanti nel campo dell'energia. È stata dichiarata da *Fortune* come «America's most innovative company» per sei anni di seguito. Prima del 2001 aveva circa 20.000 dipendenti, operava in 40 paesi e nel 2000 aveva un fatturato (dichiarato) di 111 miliardi di dollari. Negli anni Novanta le azioni Enron erano cresciute di valore in modo particolarmente significativo. Alla fine del 2001, però, è emerso come la situazione economica e finanziaria di Enron fosse costruita in modo artificioso e fittizio e basata su una frode contabile. Il 2 dicembre 2001 Enron è stata sottoposta a **Chapter 11**: il crollo dei corsi azionari e il conseguente fallimento sono giunti in modo totalmente inatteso, poiché Enron, negli ultimi dieci anni di attività, aveva decuplicato il proprio valore ed era da tutti considerata una società solida.

Negli anni tra il 1985 e il 1988, Enron aveva deciso di cambiare la propria strategia. Era stato avviato un processo di diversificazione del business dalla tradizionale attività di produzione e distribuzione di energia al più immateriale trading su contratti di approvvigionamento di elettricità, gas naturale e

acqua. In breve Enron aveva creato una posizione di predominio sul mercato mondiale. A partire dal 1989 aveva iniziato a scambiare **commodity** sul gas naturale diventando il più grande operatore nel settore del Nord America.

Nel 1990, Jeffrey Skilling veniva nominato a capo di Enron Capital and Trade, specializzata in attività di trading e operazioni finanziarie. Skilling aveva compreso le potenzialità derivanti dalla liberalizzazione dei mercati del gas e la società aveva introdotto i primi contratti a termine per il gas. Enron si stava trasformando da produttore e distributore di gas a trader di **utility**.

Inizialmente il successo dell'attività di intermediazione aveva portato la società ad applicare i principi del trading alle attività più varie: legno, acciaio, crediti inesigibili... La società presentava tassi di crescita elevatissimi. Nel corso del 1999, veniva lanciato EnronOnline, sito internet a diffusione internazionale di trading sulle commodity: il core business subiva così un'ulteriore trasformazione spostandosi sempre più verso il mercato dei derivati collegato alle commodity con una conseguente crescente attività di risk management. Il quadro regolamentare, fortemente orientato alla deregolamentazione e alla liberalizzazione, aveva consentito a Enron di espandere la propria attività nel trading di **futures** sull'energia.

In un articolo intitolato «Is Enron Overpriced?», apparso su *Fortune* del 5 marzo 2001, era stato ipotizzato un valore di borsa eccessivo di Enron mentre lo stato della California, sempre in marzo, aveva ufficialmente avviato un'inchiesta su presunte manipolazioni del mercato da parte della società e di altri rivenditori di energia. Il successivo 16 ottobre Enron arrivava ad annunciare una perdita per il terzo trimestre di 618 milioni di dollari con conseguente svalutazione del valore azionario per circa 1,2 miliardi di dollari. Il 22 ottobre la società comunicava al mercato che la Securities and Exchange Commission aveva iniziato un'inchiesta su un pos-

sibile conflitto di interessi legato alle transazioni della società con le partnership **off-shore**. Il 31 ottobre la stessa SEC avviava un procedimento formale contro Enron, con un effetto molto pesante sul titolo a Wall Street. Il 1° novembre la società otteneva una linea di credito da un miliardo di dollari da JP Morgan Chase e da Citigroup. Il 6 novembre, però, dopo la diffusione della notizia che la società stava cercando finanziamenti addizionali, il corso del titolo aveva preso a scendere pesantemente. Il 9 novembre Dynergy Inc. annunciava un accordo per comprare Enron per più di 8 miliardi di dollari in azioni. Il 15 novembre il CEO di Enron comunicava che la società aveva effettuato pessimi investimenti per miliardi di dollari. Il 19 novembre la società dichiarava che avrebbe dovuto ripagare un debito per 690 milioni di dollari entro il 26 novembre, a causa dell'abbassamento del proprio *credit rating* (§ 3.2.3) sotto l'*investment grade*.

Le preoccupazioni sulla capacità di Enron di far fronte ai propri impegni finanziari faceva crollare le azioni. I manager di Enron e di Dynergy annunciavano che la fusione non sarebbe stata messa in discussione. Tuttavia, il 28 novembre il credit rating veniva ulteriormente penalizzato, scendendo a *junk status*. Dynergy si ritirava dall'operazione. Le azioni di Enron crollavano. Il 2 dicembre veniva annunciato che Enron si sarebbe sottoposta spontaneamente alla procedura del Chapter 11. Oltre agli azionisti, furono pesantemente colpiti i dipendenti che, incoraggiati ad acquistare azioni, non poterono venderle a causa di una clausola contrattuale che lo impediva loro.

British Petroleum

Altra storia importante è quella di British Petroleum (BP), ben nota società del Regno Unito operante nel settore energetico e soprattutto del petrolio e del gas naturale, settori in cui è uno dei maggiori operatori a livello mondiale.

Qualche anno fa, BP aveva effettuato due importanti comunicazioni in tema di gestione del rischio in linea con la scelta di rilanciare le attività di esplorazione in mare aperto. La prima era che esistevano probabilità estremamente basse che si potesse verificare una fuoriuscita massiccia di petrolio in questo genere di perforazioni. La seconda era che, se anche ci fosse stato un evento del genere, la società sarebbe stata preparata a gestirlo in modo da limitare al minimo i danni.

La storia nel 2010 smentisce la società, sia per la prima sia per la seconda comunicazione. Il 20 aprile 2010 una falla alla piattaforma petrolifera Deepwater Horizon situata al largo della Louisiana, causa la fuoriuscita di greggio, riversando in oceano milioni di litri di oro nero. Nell'incidente muoiono undici persone. Due giorni dopo l'incidente, la piattaforma si rovescia, affondando e depositandosi sul fondale, profondo 400 metri, a circa mezzo chilometro da dove era localizzato il pozzo. Le valvole di sicurezza presenti all'imboccatura del pozzo sul fondale marino non funzionano correttamente e il greggio, spinto dalla pressione del giacimento petrolifero, inizia a uscire senza controllo, in parte risalendo in superficie.

Il 7 maggio BP tenta col progetto Top Kill di arginare la falla utilizzando una cupola di cemento e acciaio dal peso di 100 tonnellate, ma la perdita non si arresta e il tentativo di ridurre il danno fallisce. L'entità della perdita viene stimata dai 35.000 (minimo) ai 60.000 barili (massimo) di idrocarburi al giorno, di cui solo la metà riusciva in qualche modo ad essere recuperata. Lo sversamento, iniziato il 20 aprile, è terminato 106 giorni più tardi: si è trattato del disastro ambientale più grave della storia americana. Il 15 novembre 2012, la società veniva condannata a pagare una multa record di 4,5 miliardi di dollari alle autorità statunitensi.

Perdita di vite umane, danni ambientali, danni reputazionali, costi diretti e danni indiretti sono stati solo in parte stimati.

Lehman Brothers

Un evento che ha segnato la storia dei mercati finanziari e dei sistemi economici, infine, è stato quello che ha sancito la fine di una delle più importanti banche di investimento del mondo, Lehman Brothers Holdings Inc.

Fondata nel 1850, è stata una società attiva nei servizi finanziari a livello globale arrivando a essere la quarta più grande banca di investimento americana, con 25.000 dipendenti in tutto il mondo. Fino al 2007, l'area di business dei titoli immobiliari era la più profittevole. Nel 2008, il 15 settembre, proprio per gli effetti negativi determinati in quell'area, la Società ha comunicato l'intenzione di avvalersi del Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense annunciando debiti bancari per 613 miliardi di dollari e debiti obbligazionari per 155 miliardi di dollari: si è trattato della più grande bancarotta nella storia degli Stati Uniti, con perdite ingenti per migliaia di investitori, istituzionali e privati, di tutto il mondo.

Lehman ha operato in molti segmenti dell'attività finanziaria, dall'**investment banking**, all'**equity e fixed-income sales**, dal trading all'**investment management**, dal **private equity** al **private banking**.

Il quadro macroeconomico dopo il 2000, negli Stati Uniti, era stato caratterizzato da una **politica monetaria espansiva** che aveva visto la Federal Reserve abbassare i tassi di interesse per favorire la circolazione di moneta. Questo aveva agevolato l'emissione di prestiti a tassi vantaggiosi per i prenditori di fondi. I bassi tassi d'interesse avevano poi reso relativamente difficile per le banche ottenere guadagni, andando di fatto a cercare spazi di rendimento non sempre coerenti con i rischi che venivano assunti. Questo fenomeno era stato ulteriormente favorito dalla deregolamentazione del mercato finanziario, che, tra l'altro, aveva iniziato a permettere alle banche di indebitarsi in modo significativo, anche in questo caso con un'alterazione del proprio profilo di rischio. La contra-

zione dei margini di interesse, infatti, insieme alla possibilità di contrarre maggiore debito avevano modificato la propensione al rischio, portando le banche a prestare denaro anche a coloro che non avevano – o non avrebbero ragionevolmente avuto – un grado di solvibilità adeguato. Lehman, come altre banche di investimento, non erogava mutui ma **cartolarizzava** mutui di altre banche, i cui asset costituivano le garanzie per la costruzione di strumenti finanziari derivati.

Nel momento in cui i tassi di interesse, per effetto di una politica monetaria che voleva intervenire su una ormai enorme massa di liquidità in circolazione, hanno ripreso a salire, le rate dei mutui a tasso variabile a loro volta sono aumentate con un incremento del numero di prenditori incapaci di ripagare il proprio debito. Come conseguenza, gli immobili hanno iniziato a finire sul mercato immobiliare e il mercato immobiliare non ha tenuto, insieme a tutti gli strumenti derivati a esso associati. Nel solo 2006 Lehman aveva cartolarizzato 146 miliardi di dollari di mutui con una crescita del 10% rispetto al 2004. Tra il 2005 e il 2007 aveva avuto profitti record. Proprio nel 2007 aveva realizzato un profitto di 4,2 miliardi di dollari. Nel febbraio di quell'anno, le azioni avevano raggiunto il picco di 86,18 dollari con una capitalizzazione conseguente di 60 miliardi di dollari. Nel 2007, la **leva finanziaria** di Lehman aveva toccato quota 31. Il portafoglio di **mortgage backed securities**, però, cominciava a essere più vulnerabile agli andamenti del mercato immobiliare, anche in seguito al verificarsi dei primi default: nel giugno 2008, Lehman riportava una perdita di 2,8 miliardi di dollari, a seguito della quale annunciava un aumento di capitale di 6 miliardi di dollari, un aumento della liquidità per 45 miliardi di dollari, una diminuzione degli asset per 147 miliardi, una riduzione dell'esposizione sui mutui commerciali e residenziali pari al 20%, una riduzione della leva finanziaria da 31 a 25.

Nel settembre 2008, però, il prezzo azionario crollava a segui-

to del fallimento delle trattative con alcuni potenziali partner. Gli **hedge fund** iniziavano a disinvestire e i creditori a tagliare le linee di finanziamento. Il 10 settembre Lehman, dopo la comunicazione di una perdita molto ingente, annunciava la necessità di una forte ristrutturazione del business. Lo stesso giorno *Moody's*, nel valutare il rating, annunciava la necessità per Lehman di vendere una quota di maggioranza a un partner strategico per evitare il **downgrade**. Questo portava a un crollo ulteriore del prezzo del titolo (11 settembre). Alla fine di quella settimana, Lehman aveva solo un miliardo di dollari di liquidità. Nel weekend del 13 settembre c'era stato un ultimo tentativo di facilitare l'acquisizione da parte di primarie istituzioni finanziarie, senza successo. Il 15 settembre Lehman dichiarava la bancarotta e il prezzo del titolo crollava ulteriormente rispetto alla chiusura del venerdì precedente.

Il rischio: un elemento del modello di business e della pianificazione strategica

Tre storie tra le numerose che i mercati finanziari e i sistemi economici hanno vissuto negli ultimi anni. Tre storie che rappresentano, a vario titolo, l'evidenza di come la sostenibilità e lo sviluppo delle aziende debbano presupporre una corretta valutazione dei rendimenti attesi, ma anche dei rischi a essi associati. Il rischio è sempre esistito nell'attività di impresa, ma nei tempi più recenti ha assunto un'importanza sempre più rilevante – anche per effetto del verificarsi di situazioni di default come alcune di quelle descritte –, andando a integrarsi sempre di più nella definizione dei modelli di business e nei processi di pianificazione strategica.

I tre casi che abbiamo visto segnano una non corretta valutazione dei rischi rispetto agli obiettivi di business. In due, in particolare, la ricerca di spazi nuovi di rendimento in presenza di opportunità di mercato ha fatto spingere sulla leva di una

diversa generazione dei margini attesi, senza valutare attentamente le implicazioni di medio e di lungo periodo sui rischi. I volumi sui titoli derivanti da operazioni di finanziamento immobiliare, in regime di tassi di interesse contenuti, per Lehman, e il trading, in luogo della produzione e della distribuzione, per Enron, rappresentano due esempi di *mismatching* tra rendimenti attesi percepiti e rischio effettivo da prendere per generarli. Il rilancio dell'attività di esplorazione in mare aperto per BP è rappresentativo di un obiettivo di business non adeguatamente collegato a una corretta valutazione del rischio.

Cercare rendimenti e margini, più in generale, determina una verifica e, se del caso, una modifica di quella che è la *propensione al rischio*. Dove i margini e i profitti non sono sufficienti o coerenti con le valutazioni attese degli azionisti si può arrivare a prendere rischi aggiuntivi e crescenti. Ciò non è in sé sbagliato, ma richiede un'analisi attenta e dettagliata.

Il default Lehman ha segnato profondamente la storia, cambiando la prospettiva per molti operatori e rendendo possibile quello che sembrava non potesse esserlo. L'affermazione «too big to fail», che ha accompagnato per decenni la vita dei mercati, con il default Lehman è stata messa pesantemente in discussione.

Dell'importanza del rischio e del risk management si sono accorte sempre più e fatte interpreti anche le istituzioni che, attraverso ormai vari *organismi di vigilanza*, hanno spinto verso una ridefinizione sempre più stringente del sistema di regole. Il rischio nell'attività di impresa è sempre esistito e sempre esisterà, altrimenti verrebbe meno il significato più profondo della stessa attività di impresa. Ma come velocemente cambia tale attività e si ridefiniscono i modelli di business, così, molto velocemente, evolve il rischio stesso insito in questa attività. Da qui nasce l'esigenza di costruire sistemi di risk management che siano sempre più efficaci e coerenti con le sfide che oggi le imprese, di ogni tipo e dimensione, devono affrontare.