

VOLETE SAPERE
COME SARÀ
**IL TREASURY MANAGER
DI DOMANI?**
GUARDATE
AL CONTROLLER DI OGGI

NELL'ULTIMO DECENNIO IL CONTROLLER, COMPLICE L'ENFASI SU COSTI E MARGINI, HA SAPUTO TRASFORMARE IL PROPRIO RUOLO ALL'INTERNO DELLE AZIENDE ITALIANE DA "NUMBER CRUNCHER" A IMPORTANTE PUNTO DI RIFERIMENTO PER LE ANALISI GESTIONALI. ORA IL TREASURY MANAGER È CHIAMATO A FARE LO STESSO SALTO DI QUALITÀ. LA CRESCENTE VOLATILITÀ DEI MERCATI FINANZIARI E IL CONSEGUENTE CREDIT CRUNCH GLI RICHIEDONO INFATTI DI SPOSTARE IL FOCUS DALLE ATTIVITÀ PIÙ OPERATIVE ALL'ANALISI FINANZIARIA. COME PREPARARSI A QUESTO NUOVO RUOLO?

di PATRIZIA SAVIOLO, CFA
Consulente di Direzione - Finanza, Controllo, Amministrazione

Poco più di un decennio fa, le medie aziende italiane erano alle prese con un salto di qualità che le avrebbe portate a definire una nuova frontiera del controllo di gestione. Eravamo a ridosso dell'anno 2000 e molti sistemi gestionali non avrebbero retto il passaggio al nuovo millennio. Il *Controller* stava muovendo i suoi primi passi nelle realtà italiane, impegnato tra riconciliazioni civilistico-gestionali e *data entry* per costruire un conto economico che soddisfacesse le esigenze di analisi dell'imprenditore. È indubbio che in questi ultimi anni i vari ERP e le collegate revisioni di processo abbiano contribuito a modificare il quadro di riferimento, almeno nelle realtà più strutturate. Ora il *Controller* siede ai Comitati di Direzione dove porta le sue analisi di convenienza economica, partecipa alle politiche di *pricing*, influenza le decisioni di approvvigionamento e *supply chain*. Il quadro, tuttavia, è lungi dall'essere completo in quanto in Italia l'analisi gestionale è ancora fortemente orientata al conto economico. In questi anni, a stato patrimoniale e





flussi di cassa hanno infatti pensato i Responsabili di Bilancio e di Tesoreria. Questo è vero soprattutto per le realtà non quotate e un po' meno, forse, per le *public company*. Mentre il *Controller* sperimentava le nuove tecniche di *Business Intelligence*, il *Treasury Manager* era impegnato a far quadrare cassa e banche. Uomo di fiducia dell'imprenditore, ha svolto egregiamente il ruolo di controllo della cassa e di gestione delle relazioni *day-by-day* con le banche. Insieme al CFO, è forse quello che meglio conosce lo stato di salute patrimoniale e finanziaria dell'azienda. È lui che segnala per tempo le carenze di liquidità o la necessità di reperire nuove fonti di finanziamento.

Come in Formula 1, tuttavia, questo è solo l'assetto-base che consente di essere inclusi alle prove, ma non di partecipare alla gara. Molte imprese italiane stanno diventando vere e proprie multinazionali e le loro affiliate, dalla Germania agli USA e alla Cina, le stanno mettendo alla prova, ovvero stanno letteralmente valutando se gli *headquarter* sono all'altezza dei loro compiti. E se è vero che i *Controller* italiani riescono a ricostruire un conto economico gestionale di gruppo con frequenza (quasi) mensile, è altrettanto vero che i *Treasury Manager* sono spesso fermi all'ottenimento delle linee di credito e alle riconciliazioni bancarie.

Se si guarda alla tipica *job description* del *Treasury Manager* nelle multinazionali anglosassoni, si troverà un ricco menù di attività e responsabilità, che possiamo per semplicità raggruppare in 5 categorie:

- 1) *Cash management*: è la tipica attività del Tesoriere, presente anche nelle realtà meno strutturate. Comprende essenzialmente gestione degli incassi e dei pagamenti, dei flussi di cassa a breve e brevissimo termine, riconciliazioni cassa e banche, controllo dei saldi bancari, controllo delle condizioni bancarie, gestione del piano dei conti di tesoreria, pareggi bancari, manovra di tesoreria. Nelle realtà più complesse le responsabilità si estendono al *cash netting* e al *cash pooling*.
- 2) *Gestione delle relazioni con finanziatori e banche*: compito del Tesoriere non è solo quello di contattare e negoziare condizioni bancarie e di finanziamento, ma anche di concordare la documentazione e l'informativa che l'azienda deve fornire a queste controparti, la relativa frequenza e la profondità di analisi richiesta. Rientra in questo ambito anche la negoziazione dei *covenant* sui finanziamenti.
- 3) *Ricerca delle fonti finanziarie e gestione degli investimenti*: mentre il reperimento delle fonti di finanziamento è un'attività *core* della Tesoreria, solitamente svolta insieme al CFO quando non al CEO, non altrettanto può dirsi della gestione degli investimenti, prerogativa delle realtà più strutturate ed evolute. La scelta su come investire la cassa a breve, medio e lungo termine è un'attività che richiede competenze specifiche molto legate alla professione finanziaria. Si tratta infatti di affrontare problematiche quali la combinazione di definizione degli obiettivi di rischio-rendimento dell'azienda, la

gestione di eventuali vincoli, la definizione degli obiettivi di liquidità, insomma un vero e proprio *Investment Policy Statement*. E non pensate che il tema sia banale, vista la mole di cassa che varie multinazionali hanno accumulato per far fronte alla Grande Crisi.

4) *Gestione dei rischi finanziari*: cioè di cambio, di interesse e di commodity. Ci sono dei settori dove analisi e copertura di questi rischi sono addirittura parte integrante del business. Si pensi alle *utility* e alle compagnie aeree, ad esempio. Recenti statistiche mostrano, per contro, come molte aziende assegnino questo ruolo a funzioni diverse dalla Tesoreria o non si occupino affatto di queste problematiche. La mia esperienza diretta mi porta ad affermare che spesso mancano in azienda le competenze più idonee per gestire i rischi finanziari. Tutti sappiamo cos'è uno *swap*, un *future* o una *option*, ma saperne determinare il valore non è così semplice. Può cambiare anche significativamente tra il momento dell'accensione e la scadenza, dipende da svariati fattori, e in alcuni casi a fronte di un rischio coperto se ne apre un altro. Si pensi, ad esempio, al *credit risk* dei contratti di *swap*, che non essendo standardizzati sono fortemente dipendenti dalla solvibilità della controparte.

5) *Corporate Finance*: è in assoluto l'attività meno strutturata e meno *core* della Funzione Tesoreria, ma forse quella che diverrà più importante nel prossimo futuro. Si tratta di definire la struttura del capitale ottimale per l'azienda e ricercare poi le necessarie risorse finanziarie per realizzarla, così come di mettere a punto le politiche di distribuzione degli utili e di determinare il costo del capitale per supportare le valutazioni sugli investimenti. Il *financial planning*, che guarda al lungo termine per definire gli obiettivi di cassa dell'azienda, diventa allora lo strumento fondamentale per assicurare che i mezzi finanziari più opportuni siano a disposizione per lo sviluppo del *business*. Questi sono tipici temi che il *Board* di un'azienda deve affrontare, ma che richiedono necessariamente il supporto professionale del *Treasury Manager*. Di questi tempi, inoltre, si parla molto anche di disinvestimenti e *spin-off* per la cessione delle attività considerate non strategiche. Ancora una volta, la valutazione della convenienza passa attraverso la stima del costo del capitale, influenzato a sua volta dalle politiche di distribuzione degli utili.

Mentre, quindi, le attività di *cash management* e di ricerca delle fonti finanziarie sono sicuramente parte della dotazione standard della Funzione Tesoreria, non altrettanto si può affermare del *corporate finance* e della gestione dei rischi. Sinora, spesso, queste attività sono state svolte in prima persona dal CFO con l'imprenditore e il CEO, anche in realtà apparentemente strutturate. Il CFO ne ha curato pure gli aspetti operativi, ma è indubbio che questo tipo di assetto non possa reggere in contesti che crescono e assumono valenza multinazionale. E così accade che spesso il CFO si rivolga alternativamente al *Controller*, al *Treasury Mana-*

ger o al Responsabile Bilancio per ottenere il necessario supporto operativo e ricercare di volta in volta le competenze più idonee. Svariati progetti seguiti in questi anni sembrano confermare questa tesi, ma recentemente qualcosa è cambiato: è come se le aziende avessero assunto consapevolezza che alcune fondamentali attività devono trovare una loro precisa collocazione in organigramma. Di chi dev'essere questa collocazione, questo spazio? Indubbiamente del *Treasury Manager*. L'orientamento del *Controller* per i dati economici e quello del Responsabile Bilancio per gli aspetti civilistico-fiscali ne fanno dei validi alleati, ma probabilmente non gli attori principali. In alcune aziende, in realtà, è il *Controller* ad occupare tale spazio. La crescente attenzione sul *net working capital*, la sua abilità nel disegnare ed elaborare modelli di *reporting* e ancor più la sua vicinanza al *business* e alla strategia l'hanno finora messo in *pole position* per questo nuovo ruolo. D'altro lato, tuttavia, le competenze sugli strumenti bancari e finanziari, e la capacità di gestire le relazioni con l'esterno – con i finanziatori in particolare – sono tutte a favore del *Treasury Manager*. La competizione, quindi, è del tutto aperta e la vittoria tutt'altro che scontata. In qualità di *Treasury Manager*, se volete ambire a questo nuovo ruolo, dovete dimostrare di sapervi distaccare dall'operatività del *cash management* e di saper comprendere le dinamiche e i *driver* che influenzano le performance economiche e finanziarie dell'impresa.

Come arrivare allora alla linea del traguardo? Con qualche semplice passaggio e qualche impegnativo progetto. Ecco un breve e pragmatico *vademecum*:

1) *Imitate il Controller*: così come lui elabora conti economici mensili, voi dovete essere in grado di mettere in pista almeno un *cash flow reporting* mensile consolidato. Questo richiede, ovviamente, la collaborazione sia del *Controller* stesso che del Responsabile Bilancio. È evidente che non bastano le chiusure mensili in "partita semplice". Non solo, avete sicuramente già seguito l'esempio del vostro collega e vi siete dotati di un buon sistema di Tesoreria integrato con quello contabile. Impostate allora all'interno del sistema il calcolo del *cash flow* consuntivo. Attenzione, è l'occasione buona anche per riconsiderare in maniera critica il metodo, la profondità dell'analisi, la configurazione più idonea (*Free Cash Flow to the Firm, Free Cash Flow to Equity, Net Debt Flow*, ecc.). Nella tabella 1 trovate qualche indicazione utile ad aiutarvi nella scelta. Evitate due classici errori: a) riproporre il vecchio schema cui siete tanto affezionati; b) fare i modaioli senza valutare quale configurazione è in linea con la verifica degli obiettivi strategici della vostra azienda e con i *covenant* imposti dai finanziatori.

2) *Guardate avanti*: le previsioni di breve e brevissimo termine vi sono necessarie per programmare pareggi bancari e manovra, ma sono quelle di medio-lungo termine che vi consentono di definire in tempo utile i passaggi per l'ottenimento di risorse finanziarie fresche (o pianificare il rimborso dei finanziamenti). Impostate l'analisi dei flussi con

TABELLA 1

Alcuni indicatori	Significato	Utilizzi e limiti
FCFE (Free Cash Flow to Equity)	Evidenzia la cassa disponibile per chi ha apportato capitale di rischio, dopo che tutti i crediti dei finanziatori esterni sono stati soddisfatti	Particolarmente adatto per le aziende con una struttura di capitale stabile
FCFF (Free Cash Flow to the Firm)	Evidenzia la cassa disponibile per tutti coloro che hanno apportato capitale, sia di debito che di rischio	Particolarmente adatto per le aziende che ricorrono in maniera significativa e variabile a capitale di debito o che hanno un FCFE negativo
CFO (Cash Flow From Operations)	Evidenzia la cassa operativa che l'azienda è riuscita a generare e comprende quindi anche le variazioni di NWC (Net Working Capital)	Particolarmente adatto per le aziende che vogliono mettere a punto interventi di miglioramento sul NWC. E' solo una delle componenti del FCFF e del FCFE
Net Debt	In Italia conosciuto come PFN, evidenzia, come stock, la differenza tra passività e attività finanziarie e, come flusso, le relative variazioni	E' un tipico covenant bancario, ma fornisce una prospettiva limitata sulla capacità di un'azienda di generare cassa in quanto è solo una delle componenti di FCFE e FCFF
EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization)	Non è un indicatore finanziario, ma economico, spesso usato come proxy del CFO	E' un tipico covenant bancario, ma non è un buon proxy del CFO perché ignora completamente il contributo del NWC alla generazione di cassa

logiche e livelli di dettaglio diversi a seconda che guardiate al breve o al lungo termine; sfruttate il *budget* economico presente in azienda per impostare le previsioni di *cash flow* a medio termine; segnalate situazioni di possibile criticità nel *cash conversion cycle* (controllo su obiettivi di credito, debito, magazzino); siate in grado di trasmettere per tempo potenziali criticità e relative soluzioni. Tipico problema è quello delle tensioni finanziarie legate ai nuovi investimenti: qui un vostro supporto nell'analisi delle condizioni di pagamento più idonee potrebbe essere fondamentale per chi segue le negoziazioni con i fornitori.

3) *Anticipate il cambiamento*: non potete permettervi di non sapere qual è (e quale potrebbe essere in futuro) il costo del capitale della vostra azienda. Per questo dovete essere aggiornati sui possibili sviluppi in termini di investimenti, acquisizioni, disinvestimenti, cessioni. È ancora una volta il vostro collega *Controller* che si occupa di fornire le analisi sugli investimenti, ma entrambi sapete benissimo che l'NPV è fortemente condizionato dal costo di capitale con cui lo si sconta... E questo è compito vostro, così come suggerire quale potrebbe essere la struttura di capitale più adeguata per la vostra azienda. La tabella 2 (vedi pag. seguente) vi fornisce qualche suggerimento sui principali fattori da considerare per la definizione della struttura di capitale. Molti vi sembreranno sicuramente ovvi, ma quello che importa è costruire un modello che ne tenga conto esplicitamente.

4) *Guardate al Gruppo, non alle singole società*: l'evolversi

della struttura di Gruppo in termini di consociate, partecipate e *joint-venture* ha un impatto anche sulla struttura di capitale e, quindi, sul suo costo. D'altro lato, anche le opportunità di ricerca di partner finanziari e risorse si ampliano: dalla possibilità di ottenere finanziamenti in loco per le affiliate estere a quella di rivolgersi all'*US Private Placement Market* per la Casa Madre, solo per citarne alcune. E tutto ciò anche se il Gruppo non è quotato.

5) *Ricordatevi dei rischi*: vostro compito è quello di concentrarvi sui rischi di natura finanziaria (cambio, interesse, *commodity*), identificandoli, analizzandoli e comprendoli. Supportate il CFO e il *Board* con studi preliminari per aiutarli a definire il grado di *risk appetite* della vostra azienda e a comprendere le principali caratteristiche dei tipici strumenti di *hedging*. Questo è sicuramente un tema molto ampio che riguarda la definizione dell'intero sistema di *governance* di un'azienda. Quello dei rischi finanziari è quindi solo un tassello, ma attenzione a non trascurarlo. Confrontatevi sempre con il Responsabile Amministrativo per comprendere come, in base ai principi contabili adottati dalla vostra azienda, l'utilizzo dei vari strumenti si configuri come copertura di rischio e non come operazione speculativa.

6) *Puntate su collaboratori preparati e autonomi*: se volete (e dovete!) dedicarvi al vostro nuovo ruolo, non potete delegare le attività operative a risorse affidabili e capaci di decidere in autonomia, dati opportuni vincoli e

TABELLA 2

Alcuni fattori da considerare nella scelta della struttura di capitale	Elementi di rilievo
Stabilità del fatturato	Un'azienda con forte variabilità delle vendite ha in genere più difficoltà a raccogliere capitale di debito
Struttura dell'attivo e settore aziendale	Tanto più importante è la componente di tangibile assets da utilizzarsi come garanzia, tanto più agevole è il ricorso al capitale di debito. Così, per esempio, le utility ricorrono maggiormente al capitale di debito rispetto alle società di SW
Leva operativa	Tanto più elevato è il grado di leva operativa, tanto più complesso è il ricorso al capitale di debito (maggiori rischi collegati al calo di fatturato)
Tasso di crescita	Gli elevati volumi di crescita rendono necessario un maggior ricorso al debito; d'altro lato la crescita genera incertezza e porta molte aziende a optare per un maggior peso dell'equity
Profittabilità del business	Spesso le aziende con elevata profittabilità ricorrono al reinvestimento dei propri utili anziché a capitale di debito
Imposizione fiscale	La deducibilità degli interessi passivi rende spesso più conveniente il ricorso al debito, soprattutto in contesti dove gli utili sono tassati con aliquote elevate
Condizioni di mercato	Il credit crunch, oggi purtroppo così attuale, ha obbligato molte aziende a ridurre il ricorso al capitale di debito
Cultura	La cultura imprenditoriale, manageriale e di Paese condiziona le politiche di indebitamento. Ci sono esempi di multinazionali che per anni hanno fatto del mancato ricorso al capitale di terzi una ragione di orgoglio

meccanismi di controllo. Assegnate al vostro team responsabilità e obiettivi precisi, essendo chiari nella loro formulazione e misurazione. Ho visto parecchi *Treasury Manager*, affezionati al loro vecchio ruolo, lasciarsi letteralmente travolgere dall'operatività. Sono tanti i rischi connessi a questo tipo di atteggiamento: poco spazio per le attività a valore aggiunto, demotivazione dei collaboratori validi e preparati, inefficienza del processo decisionale a causa dello scarso ricorso alla delega.

- 7) *Standardizzate tutto ciò che è standardizzabile*: in azienda si perde spesso tempo a ridiscutere di problemi che si erano già affrontati e risolti la settimana prima semplicemente perché non esistono processi formalizzati. È grazie al tempo risparmiato nelle attività routinarie che potrete creare tempi e condizioni per dedicarvi alla parte più bella del vostro lavoro.
- 8) *Disaffezionatevi ad Excel*: vi immaginate gestire la pianificazione finanziaria (ovviamente con la molteplicità di scenari che vi verranno richiesti) su fogli di lavoro? Pensate di riuscire a consolidare una trentina di società su *Excel* senza errori? Le statistiche dicono che l'88% dei fogli di lavoro contiene errori... È il momento giusto per scegliere *software* di analisi e simulazione finanziaria, o di verificare se il prodotto che avete in casa si presti ai

vostri obiettivi. Le fasi di *software selection* e di disegno del modello possono essere particolarmente difficili se non avete prima ben chiari i vostri obiettivi.

- 9) *Non pretendete di avere tutte le risposte*: la materia è ampia e complessa, e vi potranno servire – almeno nelle fasi iniziali – competenze molto specifiche da reperire all'interno o all'esterno dell'azienda. In fondo, state spostando l'analisi finanziaria da *Wall Street* a *Main Street*. I vostri colleghi che da anni lavorano nel settore finanziario sono da sempre alle prese con modelli di valutazione, strumenti e *software* di analisi che voi incominciate solo oggi a sperimentare. Sono competenze che vanno costruite nel tempo. Voi avete dalla vostra il grande vantaggio di possederne già molte e di avere visto e vissuto le aziende dall'interno.

Infine, non dimenticate che la *sponsorship* del vertice è di fondamentale importanza in questo tipo di progetti, ma siete voi che dovete pretenderla anziché attenderla. Solo così la vostra azienda parteciperà alla gara e non si limiterà al giro di prova.

