

Workshop

Quanto e quale debito



Relatore: Ivan Fogliata

Milano | 02 marzo 2019

La leva del debito e le regole del passivo

Prima delle regole. Ragioniamo:
Conviene essere indebitati?

Il debito in azienda

Gli azionisti hanno interesse a che ci sia debito in azienda? Si osservi l'esempio che segue:

Reddito Operativo
prodotto netto
da Irap= 150

Ovvero ROI = 15%

C.I.N. = 1.000

Debito = 800

Pat. Netto = 200

Tasso sul
debito bancario $i = 7\%$

Il rendimento degli azionisti:

$$150 - 800 \cdot 7\% = 150 - 56 = 94$$

$$94/200 = \mathbf{47\% \text{ R.O.E.}} \text{ (Return on equity)}$$

Ma come è possibile se l'azienda rende il 15% (ROI)?

Leverage effect

- La dinamica vista è resa possibile da un semplice meccanismo:
 - I due soci che finanziano l'attivo stabiliscono regole diverse!
 - La banca comunque vada chiede il 7% sugli 800 prestati. Pensiamo però che tali 800 hanno reso il 15%...
 - Gli azionisti, essendo per loro natura postergati sulla divisione dei rendimenti, ricevono il 15% sui 200 presenti a patrimonio, nonché $15\% - 7\% = 8\%$ lasciati dal "socio banca".
 - La banca avendo finanziato 4 volte la somma immessa dagli azionisti ($800/200$) lascia 4 volte l'8% sul tavolo nell'ottica dell'azionista.
 - Infatti $15\% + 4 \cdot 8\% = 47\%$ come prima stimato.

Attenzione però...

Reddito Operativo
prodotto netto
da Irap= 40

Ovvero ROI = 4%

C.I.N. = 1.000	Debito = 800
	Pat. Netto = 200

Tasso sul
debito bancario $i = 7\%$

Il rendimento degli azionisti:

$$40 - 800 \cdot 7\% = 40 - 56 = -16$$

$$-16/200 = \mathbf{-8\% \text{ R.O.E.}} \text{ (Return on equity)}$$

L'effetto leva moltiplica anche i differenziali negativi....

Il debito conviene?

- Il debito può essere un moltiplicatore di redditività per il semplice motivo che il “socio” banca fissa a priori un rendimento minimo disinteressandosi dei risultati effettivi finali.
- Quanto visto però non significa che il debito crei maggiore ricchezza (o meglio nuovo valore); distribuire il reddito prodotto (i 150 visti in precedenza) in un modo od in un altro non contribuisce ad incrementare i 150!!!

Il debito crea valore?

Tax Shield

La risposta è sì!
E paradossalmente grazie alle imposte!

Scenario 1: Finanziatore non bancario
degli 800 con rendimento al 7%

- Reddito netto da Irap: 150
- Ires = 24%
- Reddito tassato pre-divisione:
 $150 - 150 \cdot 24\% = 114$
- $800 \cdot 7\% = 56$ Finanziatore
- $114 - 56 = 58$ Azionisti
- $ROE = 58/200 = 29,00\%$

Scenario 2: Finanziatore Banca degli
800 con rendimento al 7%

- Reddito netto da Irap: 150
- Ires = 24%
- Gli interessi sono deducibili quindi:
 $800 \cdot 7\% = 56$ Finanziatore
- $150 - 56 = 94$ prima dell'Ires
- $94 - 94 \cdot 24\% = 71,44$
- $ROE = 71,44/200 = 35,72\%$

Scudo fiscale

- Lo scudo fiscale è solamente quello che rende il debito una grandezza in grado di creare valore.
- Grazie allo scudo fiscale, infatti, il fattore produttivo capitale acquisito tramite il canale bancario costa il 24% in meno che acquisito tramite il canale equity (patrimonio netto).
- È giocoforza che per sfruttare lo scudo fiscale occorrono redditi positivi (ROL al 30% ecc...) ogni beneficio ha sempre una contropartita.

Le regole del debito

Principio di base

- Il principio di base della finanza di impresa che abbiamo visto è il seguente:
La finanza si fa con gli attivi e non con i passivi
- Questo semplice principio fornisce indicazioni in merito a tutta la politica finanziaria da adottare!

Che flussi di cassa per il servizio del debito?

1° Regola = Cash Flow Matching

- La prima cosa cui normalmente si pensa è che gli impegni per il servizio del debito devono corrispondere al massimo al Flusso di Cassa operativo al netto delle imposte producibile dall'impresa.
- In caso contrario creerei i presupposti per far attingere l'impresa da altri finanziatori "impropri" quali fisco, fornitori, istituti previdenziali...

Cash Flow Operativo Netto = 200

Servizio debito Capitale = 200

Servizio debito Interessi = 50

C.I.N. = 1.350
(- C. Flow Operat.
- Interessi)

Debito
Bancario = 600

Altri
Finanziatori = 750

L'indice finanziario per antonomasia: il DSCR

- Il Debt Service Coverage Ratio (DSCR):

$$DSCR = \frac{EBITDA + Leasing + /-Delta\ working\ Capital - Taxes}{Annual\ Debt\ Service\ (Principal + Interests) + Leasing}$$

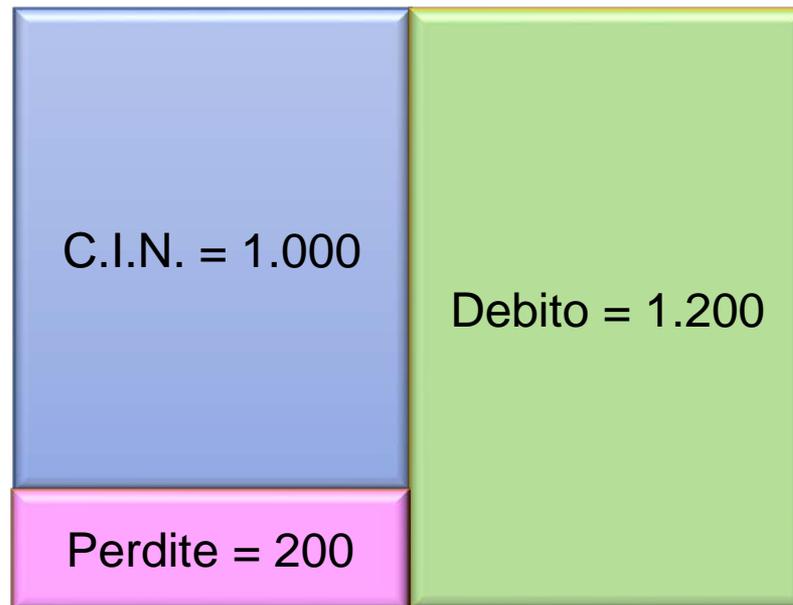
- Ai fini **dell'asset quality review un calo dell'indice sotto 1,1 dà origine ad un «impairment trigger»** con conseguente riclassificazione del debtor (da performing loan a underperforming loan o non-performing loan) e calcolo di provisioning (accantonamenti per il rischio di credito).
- Se notiamo **il DSCR è un indice squisitamente finanziario (Cash Vs Cash)** che pone a sistema un flusso di cassa operativo netto da imposte con il flusso di cassa per il servizio del debito.

Torniamo alle regole del debito!

Quanto debito?

2° Regola = Amounts Matching

- Il debito di lungo periodo massimo corrisponde al massimo all'ammortare degli investimenti di lungo periodo in essere. Se così non fosse di fatto finanziari e perdite!



Chiudere?

Assumiamo per un attimo la c.d.

“Ottica Liquidatoria”

- Ai fini della valutazione dell'amount matching occorre procedere a simulare la capacità dell'azienda di “chiudere” in un qualsiasi momento con un attivo maggiore del passivo.
- Gli attivi di bilancio hanno un difetto:
 - Gli effettivi valori di realizzo sono sempre incerti.
- I passivi di bilancio hanno un altro e peggiore difetto:
 - I valori da saldare sono sempre certi!

Abbiamo già superato il punto di non ritorno?

Alfa S.r.l. - 31.12.2018

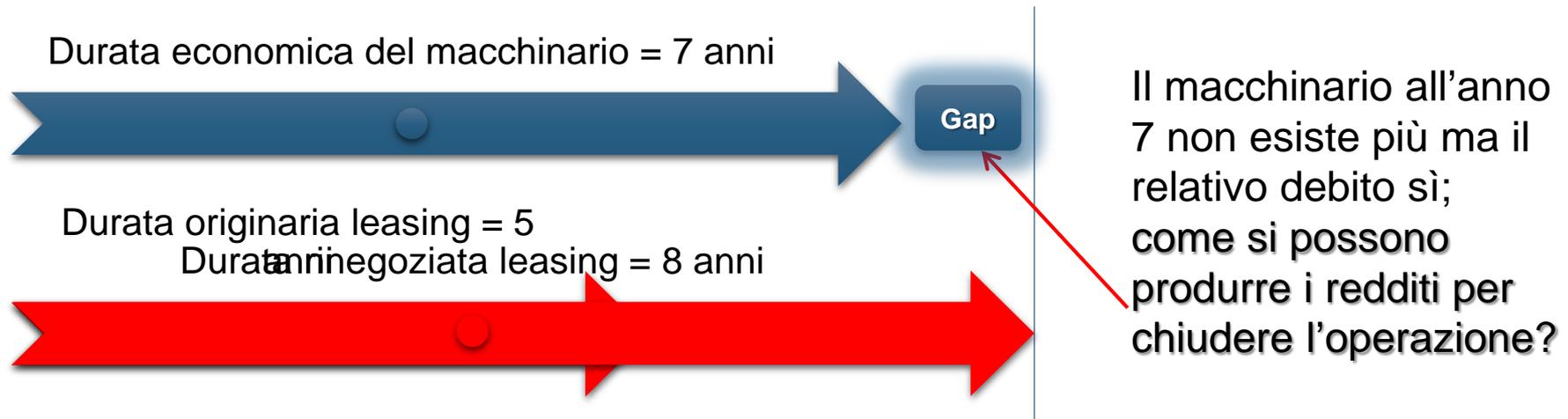
Attivo a Valori di Libro	€	1.937.311,97	
Valori da Stralciare	-€	874.567,00	(beni immateriali, migliorie su beni terzi,
Immobilie Implicito Leasing	€	900.000,00	magazzino, crediti inesigibili)
Attivo a valori di mercato	€	1.962.744,97	
Passivo a valori di Libro	€	1.937.311,97	
Debito Residuo Leasing	€	472.865,00	
Imposte Plusvalenza Leasing	€	134.120,39	
Mezzi Propri non a rimborso	-€	61.995,65	
Passivo a valori di mercato	€	2.482.301,71	
Delta Attivo vs. Passivo	-€	519.556,74	Liquidazione irrealizzabile

- L'azienda Alfa, mentendo a sé stessa sapendo di mentire lo ha già superato...
- L'ottica liquidatoria è un buon esercizio di verifica...

Quale durata del debito?

3° Regola = Duration Matching

- E' giocoforza che la durata del passivo debba essere inferiore alla durata degli attivi.
- Si pensi ad un'impresa che possieda un solo macchinario e che presenti problemi di sostenibilità del leasing sul macchinario; fatti i conti si potrebbe sostenere il leasing allungandolo di 3 anni. Si osservi la situazione seguente:



Quale forma tecnica di debito?

4° Regola = Quality Matching

- La “qualità” degli attivi è il driver della scelta della tipologia dei passivi.
- Se si potesse registrare un guadagno su un investimento che abbiamo individuato; lo lasceremmo a qualcun altro? Ovviamente no!
- Nella prassi spesso avviene il contrario; si rinuncia alla proprietà di un bene e quando su di esso è possibile incamerare una plusvalenza la incassano terzi; come si chiama questa fattispecie?
- Leasing immobiliare.
- Il principio è che se l'attivo che finanzia si svaluta nel tempo non c'è problema a spogliarsi della proprietà dello stesso. Al contrario se il bene tende a rivalutarsi è importante che resti nel controllo della mia sfera giuridica.
- Il mondo del quality matching è sempre più interessato dalla diffusione dei covenants finanziari. Si pensi ad esempio alle limitazioni di operazioni straordinarie di acquisizione sino a scadenza di uno specifico finanziamento.

Saper gestire il debito per evitare gli indicatori di «warning» bancari.

Ma quali sono i triggers dello stage 2? Una lista di «triggers» per le Banche

Rating interno

(raggiunte ultime 2 classi)

Forborne NPE

(EBA/ITS/2013)
più concessioni negli ultimi 24 mesi

Coinvolgimento in proc. concorsuali infragruppo

Defaulted Exposures

(requisiti ex art. 178 CRR)

Debiti v/erario o dipendenti scaduti

(se rilevanti)

LTV

(CRE, Development)

Equity

(riduzione > 50% o PN negativo)

Collateral

(riduzione > 30%, se rientro fondato sulla garanzia)

PFN/EBITDA > 6

Un indicatore di «quanto debito»!

Emergency Financing

Fatturato

(riduzione > 30% o perdita cliente importante)

✓ le Guidelines BCE prevedono automatismi nella riclassificazione ad Unlikely to Pay («hard» triggers)

Past Due > 30 gg
(rilevante)

Cash-flows

(riduzione MOL > 20%)

✓ la banca può spegnere i «soft» triggers (che danno origine al credito underperforming) a fronte di comprovate circostanze e/o di esiti positivi dell'impairment test (comply or explain)

Breach of covenants
(not waived)

DSCR < 1,1

I flussi finanziari guidano la stima del rischio-credito



I NUOVI BILANCI / 10

Arianna Agosto
Renzo Rocca

■ Cresce l'attenzione del regolatore europeo sulla capacità di generare "cassa" da parte dell'impresa. Le informazioni che definiscono il profilo di liquidità rivestono crescente importanza nella valutazione del merito di credito. La sola informazione sul reddito, come ha più volte ricordato la European Banking Authority, non fornisce di per sé garanzia della sostenibilità del debito in una visione prospettica.

Dall'entrata in vigore di **Basilea 2** in materia di regolamentazione del capitale delle banche, gli intermediari creditizi, nell'assegnare il **rating al debitore**, utilizzano, tra le variabili quantitative, **indicatori di bilancio** che misurano la liquidità e la capacità del soggetto finanziato di produrre **flussi di cassa** sufficienti a rimborsare il debito. Ad esempio, liquidità a breve, oneri finanziari netti su ricavi netti, cash flow su valore della produzione.

vanza un Debt Service Coverage Ratio (Dscr) inferiore a 1,1, che rappresenta sia un indicatore di difficoltà finanziaria del debitore sia un segnale di evidenza di riduzione di valore del credito (minimum impairment triggers). Il Dscr misura la capacità di generare risorse finanziarie sufficienti a ripagare l'importo dovuto ed è calcolato rapportando il flusso di cassa operativo al debito comprensivo di quota capitale e interessi.

L'impiego di indicatori quantitativi che utilizzano la liquidità per misurare la sostenibilità del debito sembra riflettere un orientamento più generale delle autorità di vigilanza. Il documento di consultazione del Comitato di Basilea che rivede il metodo standardizzato di misurazione del rischio di credito («Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk»), pubblicato nel dicembre scorso, introduce l'utilizzo di variabili finanziarie ai fini della

LA VIGILANZA

Per ottenere finanziamenti alle migliori condizioni, per le imprese sarà sempre più decisivo fornire dati di qualità

La verifica della qualità del credito, svoltasi nell'ambito del Comprehensive Assessment effettuato nel corso del 2014 dalla Banca centrale europea, ha confermato che l'analisi della liquidità è parte rilevante sia per una corretta valutazione preliminare di solvibilità del debitore sia per la successiva attività di monitoraggio della posizione.

In tale ambito, l'Autorità di vigilanza europea ha valutato la solvibilità delle imprese affidate in diverse fasi. Nella fase preliminare di campionamento delle posizioni, sono stati esclusi dall'esame i debitori con un rapporto tra debito ed Ebitda inferiore all'unità - oltre che caratterizzati da un rapporto tra patrimonio netto e attivo superiore al 50% - in quanto considerati "sani" in via presuntiva. Mentre sono stati identificati ad alto rischio i debitori con un rapporto tradebitto ed Ebitda superiore a 6.

Nella successiva fase di verifica della classificazione dei crediti, tra i criteri di definizione dell'evidenza della loro riduzione di valore è stata inclusa, tra gli altri, l'incapacità di ripagare il debito da parte del soggetto finanziato per effetto di una carenza di flussi finanziari in entrata ovvero per l'impossibilità ad accedere a una operazione di rifinanziamento. In merito, secondo la Bce, assume rile-

ponderazione delle esposizioni per il calcolo del capitale regolamentare.

Nel nuovo approccio sarebbero utilizzati i ricavi e la leva finanziaria (Leverage) per determinare il coefficiente di rischio delle esposizioni corporate, mentre il peso attribuito ai mutui residenziali varierebbe in funzione, oltre che del Loan-to-value, del Dscr. Quest'ultimo è inoltre indicato a titolo esemplificativo tra i fattori che il Comitato sta considerando di introdurre per la ponderazione delle esposizioni retail (small business, imprese familiari, eccetera).

Se entreranno in vigore le novità nella determinazione dei requisiti patrimoniali e si confermerà la centralità dei criteri oggettivi di valutazione delle esposizioni nel nuovo sistema di vigilanza, vi saranno impatti significativi sui processi di concessione e gestione del credito. Per ottenere finanziamenti alle migliori condizioni di mercato sarà sempre più decisivo per le imprese fornire informazioni di qualità, in particolare sui flussi finanziari attuali e prospettici collegati ai piani di business, che permettano una verifica credibile della loro solidità finanziaria e della sostenibilità dei loro progetti di investimento.

DSCR
dalla
stampa...

Altre definizioni di DSCR

- Il DSCR può essere determinato in modo più «qualitativo» attraverso il ricorso a semplificazioni particolarmente aggressive quali l'utilizzo quale numeratore del solo EBITDA. Questo approccio è molto comune all'interno degli istituti di credito.
- Il calcolo di tale indicatore è eseguito come segue:

$$\text{D.S.C.R.} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Annual Debt Service (principal + interests)}} \geq 1$$

IL DSCR secondo la BCE

Guidance for forecasting: EBITDA

The bank team derives EBITDA according to the following structure:

	Revenues
-	Cost of sales
-	Distribution costs
-	Administrative expenses excl. depreciation/amortisation
-	Payroll taxes
+/-	Other gains/losses
=	EBITDA

Asset Quality Review

Phase 2 Manual

Guidance for forecasting: cash flow adjustment

The bank team derives the *cash flow adjustment* according to the following structure:

-	Income tax expense
-	Owner's remuneration/"essential dividends"
-	Required capital expenditure (CAPEX)
=	Cash flow adjustment

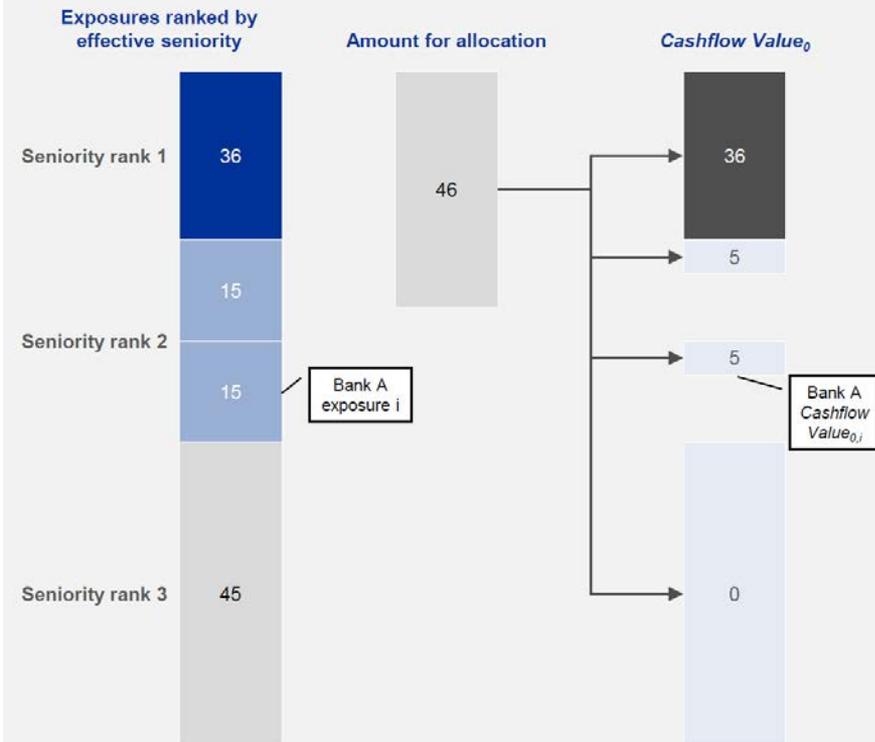
Multiples

Infrastructure	12
Utilities	10
Other exposures	6

L'esempio della BCE

Questo valore viene poi allocato ai c.d. «claims» (i debiti) in ordine di seniority

The amount for allocation (€46) is distributed to seniority ranking 1 first. The remaining €10 is then shared pro rata between all exposures of seniority ranking 2 (i.e. €5 + €5).



Seniority ranking 3 exposures get zero allocation.

The debtor has pledged governments bonds worth €3 in favour of exposure i.

The recoverable amount is therefore €5 + €3 = €8.

The required impairment is €15 – €8 = €7.

Valore che la banca deve mettere a perdita

Example

The bank team obtains financial data for the debtor, an industrial firm, as of the AQR reference date and one year prior to it, and performs the following analysis.

CF_S is therefore €7,746. The bank team applies a multiple of 6.

$PV \text{ operating cash flows (debtor)} = €7,746 * 6 = €46,476.$

Forecast item	t ₋₁	t ₀	Forecast	Bank team's comments
Revenue	100,000	103,095	103,095	Assumed to be quite stable and kept these constant from t ₀
- Cost of sales	-70,233	-72,959	-72,959	
- Distribution costs	-10,198	-10,172	-10,172	
- Administrative expenses excl. depreciation/amortisation	-4,203	-4,307	-4,307	
+/- Other gains/losses	-609	-1,117	-493	Notes on other gains/losses analysed. Only gains/losses relating to FX transaction costs kept (not FX conversion effects) and other business-related expenses and miscellaneous gains/losses, as these were net negative given no further information available
= EBITDA	14,757	14,540	15,164	(Sum)
- Income tax expense	-2,185	-2,275	-2,441	Profit before tax * tax rate
- Dividends & minority interest	-4,968	-5,075	0	Could theoretically be reduced to zero
- CAPEX	-4,990	-5,611	-4,617	Based on previous years' CAPEX and reduced to a perceived minimum level based on a revenue/CAPEX analysis of similar firms
= Cash flow adjustment	-12,143	-12,961	-7,058	(Sum)
- Low pension scheme contribution (flow)			-205	Neutralised net provision reductions in 2013 relating to environmental and product liability charges and reversals in pension liabilities
- Low outflows of guarantees provided/contingent liabilities			-155	
- Low provision and write-off flow for receivables			0	(not applicable)
= Sustainability adjustment			-360	(Sum)
= Total cash flow	2,614	1,579	7,746	(Sum)
Profit before tax	9,601	9,546	10,170	2013 profit before tax adjusted for changes in EBITDA
Tax rate	22.8%	23.8%	24.0%	Discussed with the relevant experts

Applicazioni del DSCR della Vigilanza

CLASSIFICAZIONE ANALISI TRIGGER EVENTS		
PMA AL 31/12/2016		
EBITDA(MOL DA bilancio Ce.Bi.) =	200.000	6.23- 6.20 (Ce.Bi.) Solo le variazioni negative (segno -) di: - var. prestiti obbligaz. (7.26); - var. deb. Fin. BT e MLT banche (7.27 e 7.30) - var. deb. Fin. BT e MLT terzi (7.28 + 7.31) N.B. Eventuali variazioni positive non vanno inserite nel calcolo
ONERI FINANZIARI NETTI =	54.000	
differenza tra indebitamento 2016 e 2015	125.000	
DSCR=	200.000	1,117318436
	179.000	

VOCI	ANNI		media biennale
	2016	2015	
MOL	200.000	180.000	190.000
MOL disponibile	200.000	MULTIPLI	
Multiplo	10	COMM&IND	10
MOL disponibile di lungo periodo	2.000.000	REAL ESTATE	15
		esposizione BCC	1.000.000
		dubbio esito BCC	
attivi NON STRATEGICI non dati in garanzia	-		
esposizioni privilegiate (dipendenti, erario)	300.000		
flussi di cassa per il rimborso di tutti i debiti finanziari	1.700.000		
Totale debiti finanziari	1.800.000		
% inserimento BCC	55,6%		
Flusso di cassa per la BCC	944.444		
importo recuperabile	944.444		
min (importo recuperabile; esposizione bcc)	944.444		
PERDITA	55.556		
DELTA PERDITA	55.556		