



Webinar

Quanto e quale debito?

QUANTO E QUALE DEBITO?

LE REGOLE DEL PASSIVO E LA GESTIONE
DELLA LEVA FINANZIARIA



Relatori:

Ivan Fogliata – Gessica Valsecchi

26 giugno 2020



Debt: the financial time machine

Il ruolo degli intermediari finanziari...



Quale è il vero ruolo degli intermediari finanziari? Perché sono così importanti per il sistema?

Si osservi il seguente esempio:

Un soggetto possiede un'idea caratterizzata dal seguente profilo di business planning:

	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Free Cash Flows:	-10.000	+4.500	+4.500	+4.500
Cost of capital:	10%			
Net Present Value:	+1.190			

Il soggetto non possiede i 10.000 iniziali ma senza di essi non potrebbe produrre i 4.500 annui che gli consentirebbero di ripagarsi i 10.000 e produrre un'eccedenza di 1.190... **il soggetto entra in una "loop" dalla quale non si esce...**



Il vero ruolo del denaro nell'economia

Solo l'intervento dell'intermediario finanziario consente di scardinare la loop di cui sopra.

E' quindi questo l'unico ed importantissimo ruolo dell'intermediario finanziario:

Trasformare le scadenze.

Cosa presuppone quest'attività?

Presuppone di possedere le capacità necessarie ad amministrare il rischio che rappresenta il fattore produttivo dell'intermediario finanziario: **competenze nella valutazione dei business e delle potenzialità di creazione di cash flow.**



La macchina del tempo dell'economia

- Il denaro (erogato da una banca o da un investitore) è una formidabile macchina del tempo.
- Chi finanzia rischia col progetto ed infatti ne chiede una «cointeressenza» (termine da cui deriva la parola «interesse»).
- Il problema è come decidere ex-ante se «credere» o meno.
- Le tecniche di studio della creazione del valore ci vengono in aiuto per capire o poter spiegare perché «credere nel nostro business plan»!



Utilizzo distorto della macchina del
tempo...
Quando il passivo diventa
insostenibile...



Snow effect...

- Cosa accade se non si rispettano le regole del debito?
- Il denaro raccolto tramite debito od altre forme ha un difetto: copre tutti i problemi (le tensioni di liquidità) come la neve.
- Il secondo difetto è che la neve si scioglie... Se il problema alla base delle tensioni di liquidità non è stato affrontato poi si ripresenterà normalmente in dimensioni accresciute.
- Si pensi ad un semplice esempio: sono in tensione di liquidità per un rallentamento del fatturato; l'amministrazione mi comunica che a fine mese serviranno 100.000 euro per le consuete scadenze.



Soluzioni di breve

- “Apro un finanziamento da 250.000 euro (così risolviamo anche per il mese successivo) e poi vediamo se si riprende il mercato”.
- E' chiaro che i principi su cui si basa una sana politica finanziaria di un'impresa sono diversi.

Matching, matching, matching



- Il debito è sostenibile quando il flusso di cassa che il conto economico produce è sufficiente a far fronte agli impegni fissi assunti (rate ed interessi).
- Spesso le scelte finanziarie vengono assunte in base alla convenienza fiscale e sulla base della produzione di flusso di cassa contingente.
- Di frequente il risultato è un passivo fatto di progressive operazioni stratificate alla bisogna; di forme tecniche basate sulla convenienza fiscale (un leasing breve fa dedurre più velocemente il costo del bene rispetto all'ammortamento) e di durate determinate sulla redditività del momento.

Se il passivo diventa insostenibile...



- Un rallentamento del mercato può ridurre la produzione di flusso di cassa e rendere il debito non più sostenibile.
- L'errore più pesante è stratificare nuove operazioni contingenti senza avere indagato sulla reale possibilità di rifinanziare il passivo e sostenere il debito.
- E senza accorgermene cogli ulteriori 250.000 euro a 5 anni sto sforando la duration media degli attivi?
- E se la rata mensile che si va ad aggiungere non è comunque sostenibile col flusso di cassa che sto producendo ora?
- La liquidità del finanziamento come la neve coprirà per un certo periodo anche la rata mensile che si è aggiunta... e quando la neve si scioglierà?

L'attuale contingenza non aiuta...



TESTO COORDINATO DEL DECRETO-LEGGE 8 aprile 2020, n. 23

Testo del decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23 (in Gazzetta Ufficiale - Serie generale - n. 94 del 8 aprile 2020), coordinato con la legge di conversione 5 giugno 2020, n. 40 (in questa stessa Gazzetta Ufficiale - alla pag. 1), recante: «Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali.» (20A03082) (GU Serie Generale n.143 del 06-06-2020)

2. Le garanzie di cui ((*ai commi 1 e 1- bis*)) sono rilasciate alle seguenti condizioni:

a) la garanzia e' rilasciata entro il 31 dicembre 2020, per finanziamenti di durata non superiore a 6 anni, con la possibilita' per le imprese di avvalersi di un preammortamento di durata fino a ((*36 mesi*));

- Il decreto liquidità convertito in legge consente per 3 di 6 anni di non versare capitale a rimborso.
- Un «discreto» effetto neve!!!



Ma... Il debito crea valore?

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:

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

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

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 $15\% + 4 * 8\% = 47\%$ 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:

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

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

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:
 $150 - 150 * 24\% = 114$
- $800 * 7\% = 56$ 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:
 $800 * 7\% = 56$ Finanziatore
- $150 - 56 = 94$ prima dell'Ires
- $94 - 94 * 24\% = 71,44$
- $ROE = 71,44 / 200 = 35,72\%$

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!



Quanto debito?

1° Regola = Amounts Matching

- L'ammontare del debito deve corrispondere al massimo all'ammortare degli investimenti in essere. Se così non fosse di fatto finanzierei 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?

31.12.2018

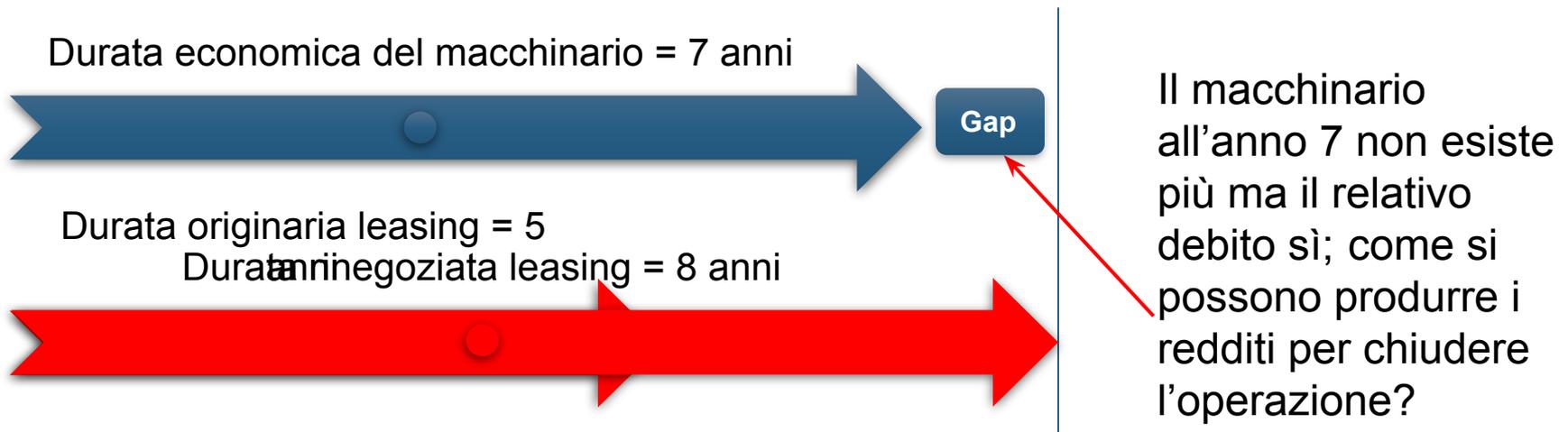


- L'azienda Alfa, mentendo a sé stessa sapendo di mentire lo ha già superato...
- L'ottica liquidatoria è un buon esercizio di verifica...

Quale durata del debito?

2° 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?



3° 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.



Che flussi di cassa per il servizio del debito?

4° 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



-



Keep it simple!

Ivan Fogliata – Gessica Valsecchi

Thank you
very much!!!

QUANTO E QUALE DEBITO?

LE REGOLE DEL PASSIVO E LA GESTIONE
DELLA LEVA FINANZIARIA

