Ancora su Basilea2 e le ripercussioni nel mondo della finanza e dell'imprenditoria

Struttura finanziaria, innovazione finanziaria e merito di credito

di Roberto Savona

Premessa

L'approssimarsi della data di avvio dell'accordo di Basilea 2 sta oggi alimentando una serie di interrogativi che interessano il mondo bancario e quello imprenditoriale. Le questioni su cui si dibatte riguardano, innanzitutto, le possibili ripercussioni sugli equilibri economici e patrimoniali degli intermediari bancari nonché l'atteso mutamento del rapporto banca-impresa. Non meno importanti, ed anzi, di maggiore interesse strategico sono i temi riguardanti le scelte di carattere finanziario che un'impresa dovrà considerare in prospettiva di Basilea 2. E' su questo argomento che il presente contributo cercherà di fornire alcuni spunti di riflessione. Più specificamente, l'obiettivo è quello di identificare alcune "regole di condotta finanziaria", che permettano di coordinarsi al nuovo e più complesso rapporto banca-impresa. Un contesto relazionale che vedrà, da un lato, le banche rimodulare le proprie scelte operative facendo perno sui vincoli imposti dall'accordo, dall'altro, le imprese ricercare soluzioni gestionali che consentano di affrontare la "questione Basilea 2" in maniera proattiva, senza cioè subire passivamente il giudizio che le banche saranno chiamate a formulare sul merito di credito.

La prospettiva di analisi assunta in questo articolo è evidentemente complessa e articolata. L'impresa, infatti, soffre di un deficit informativo relativo alle modalità di attribuzione del rating di impresa. Una sorta di asimmetria informativa invertita che a dispetto dell'impianto teorico tradizionale va a ripercuotersi sul *prenditore* di fondi (l'impresa) anziché sul *datore* di fondi (la banca). Appare pertanto più logico che l'impresa, anziché preoccuparsi di indagare i meccanismi interni dei sistemi di rating, si concentri su una strategia di ampio respiro che sappia opportunamente coniugare

Roberto Savona

l'obiettivo della massimizzazione dei profitti con quello della solidità finanziaria. Una soluzione tutt'altro che scontata o già nota, visto che i paradigmi classici della teoria tradizionale di impresa oggi sembrano richiedere una integrazione proprio in considerazione dell'impatto che il rating, in senso lato, può generare sul valore d'impresa.

Struttura finanziaria di impresa e merito creditizio: un possibile schema di analisi

Il primo aspetto da considerare, trattando del tema in oggetto, è relativo alle modalità attraverso cui si debba, in via preliminare, procedere all'esame delle relazioni che intercorrono tra struttura finanziaria, in senso lato, e rating. Solo dopo avere reso esplicite tali relazioni sarà infatti possibile ricercare uno schema formalizzato nel quale poter individuare alcune regole di condotta finanziaria che l'impresa dovrebbe fare proprie per gestire nel miglior modo possibile tutte le problematiche che seguiranno a Basilea 2. In breve, il compito che ci si propone di affrontare è quello di fornire una risposta precisa a due interrogativi concernenti:

1) le relazioni che intercorrono tra scelte di struttura finanziaria e rating;
2) le misure da assumere in termini di
   (*a*) struttura finanziaria;
   (*b*) strumenti finanziari;
   (*c*) operazioni finanziarie, per raggiungere un merito creditizio allineato ai target imposti dall'impresa.

Due interrogativi che chiaramente vanno sviluppati secondo una logica di analisi che dovrà essere corretta, nella sua impostazione, e coerente con le premesse fatte (asimmetria informativa invertita).

Una *prima* alternativa potrebbe essere quella di indagare il meccanismo interno dei sistemi di rating, ricercando le relazioni tra variabili elementari e valutazione di sintesi

(*credit score*), risultato di complesse valorizzazioni di indicatori quantitativi e qualitativi la cui interconnessione è spesso frutto di relazioni non lineari e dunque di difficile stima e interpretazione. Una sorta di visione parcellizzata del rischio che si fonda sulla convinzione secondo cui l'intervento su specifici ratio o variabili consente di modificare il rating. Un approccio di analisi da giudicare quindi negativamente, sia perché il sistema di rating è un meccanismo che sfugge alla conoscenza delle imprese, sia perché una logica di questo tipo porta a supporre, impropriamente, che le regole di condotta finanziaria siano riducibili ad una sorta di "cosmesi contabile" capace di manovrare a proprio piacimento il rating.

Una *seconda* alternativa, quella che si propone in tale sede, consiste nel ricondurre la logica di valutazione del merito di credito entro uno schema unitario, teoricamente consistente e sufficientemente semplificato che permetta di correlare:

a) le metodologie di attribuzione del rating;
b) la logica assunta dallo schema di Basilea per la misurazione del rischio di credito e la correlativa determinazione del patrimonio di vigilanza;
c) gli obiettivi assunti dal management in termini di massimizzazione del valore d'impresa.

In questo modo viene fornita una visione integrata del problema, in cui l'esame delle interrelazioni tra banca e impresa viene sviluppato considerando simultaneamente tutte le possibili prospettive di interesse. In tal senso, l'analisi delle possibili ripercussioni indotte da uno specifico evento sul merito di credito sarà condotta prendendo in considerazione elementi valutativi che attengono sia alla logica generale di valutazione del profilo di rischio di credito, e alla connessa determinazione dei vincoli patrimoniali richiesti alla banca, sia agli obiettivi di equilibrio economico-patrimoniale perseguiti dall'impresa.

Un siffatto modo di procedere ri-

chiede, innanzitutto, che siano individuate le variabili comuni alle tre succitate aree. E' in altri termini necessario identificare quei fattori che oltre ad esibire una elevata capacità esplicativa del rischio di credito in sé, siano oltremodo rappresentativi, (*i*) del meccanismo alla base della determinazione del patrimonio di vigilanza delle banche, e (*ii*) della funzione obiettivo assunta dal soggetto imprenditoriale nella ricerca della massimizzazione del valore d'impresa.

A tale riguardo, alcune recenti evidenze empiriche condotte sul mercato statunitense (Kisgen, 2005)[1] dimostrano che, (1) il grado di indebitamento (Debiti/Totale Attività); (2) la redditività (EBITDA/Totale Attività) e (3) la dimensione dell'impresa (Totale del Capitale Investito, Capitalizzazione del mercato) hanno un peso di circa il 65% nella determinazione del rating. Se ad una tale evidenza empirica, scientificamente fondata, si aggiunge il riscontro ottenuto da diversi studi teorici e prove di simulazione[2] sul ruolo centrale svolto da (4) volatilità del ROE; (5) cash flow e (6) settore di appartenenza, nella determinazione del valore di impresa, si può concludere che attraverso le sei variabili ora individuate è possibile costituire uno schema di indagine integrato e internamente consistente. Invero, uno schema unitario in cui:

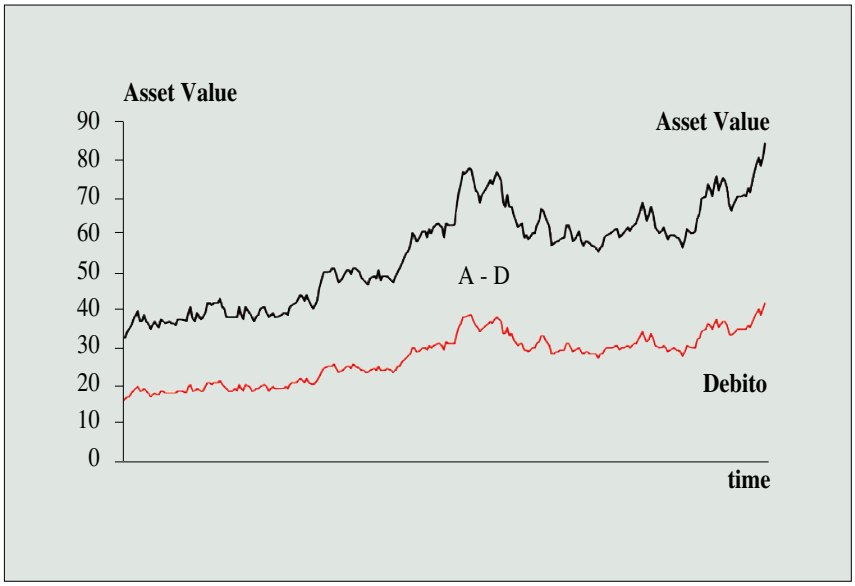
- il rating viene riconsiderato in funzione della distanza tra valore dell'impresa (*A*) e valore dell'indebitamento (*D*), per comodità da denotarsi con l'espressione (*A-D*);
- il valore d'impresa risulta funzione delle stesse variabili considerate dal rating, secondo una metodologia coerente con la moderna teoria della finanza d'impresa;
- la logica di Basilea 2 risulta rispettata e integrata nello schema di indagine, infatti:
  - il rating, riespresso in funzione della distanza (*A-D*), produce la stima della probabilità di *default* (*PD*), da impiegare nella quantificazione della perdita attesa secondo la nota formula $L = PD \times LGD \times EAD$[3]
  - la perdita inattesa, alla base della quantificazione del patrimonio di vigilanza secondo la riformulazione della cosiddetta regola dell'8%[4], dipenderà dalla volatilità della PD, che nella logica di analisi è funzione della variabilità del rating interno e, dunque, della variabilità della distanza (*A-D*).

E' a questo punto evidente che uno schema di analisi come quello suggerito, oltre che integrare le logiche di attribuzione del rating, di massimizzazione del valore d'impresa e di Basilea 2, provvede a riformulare il problema focalizzando l'attenzione sulla "distanza" tra valore d'impresa e debito, che per ovvie considerazioni sarà definita come distanza dal fallimento o *Distance to Default (DD)*[5].

Funzione obiettivo dell'impresa e leve di azione

Le argomentazioni contenute nel paragrafo precedente portano a considerare la *Distance to Default* (*DD*) come il fattore chiave intorno al quale l'impresa deve specificare la sua funzione obiettivo. In termini più formalizzati, si dirà che l'obiettivo dell'impresa deve essere quello di monitorare costantemente la distanza dal fallimento, ricercando una struttura finanziaria ottima in considerazione di tutti gli elementi

GRAFICO 1: STRUTTURA FINANZIARIA DINAMICA E FLESSIBILE



1. *Kisgen, D., "Credit Ratings and Capital Structure", Journal of Finance, forthcoming.*

2. *Tra gli altri, si segnalano i contributi di Grüne, L., Semmler, W., "Default Risk, Asset Pricing, and Debt Control", Journal of Financial Econometrics, 2005, 3, 79-106; Uhrig-Homburg, M., "Cash-Flow Shortage as an Endogenous Bankruptcy Reason", Journal of Banking & Finance, 29, 2005, 1509-1534.*

3. *L rappresenta la perdita attesa (Loss), PD la probabilità di fallimento (Probability of Default), LGD la percentuale di perdita nell'ipotesi in cui il soggetto fallisca (Loss Given Default) ed infine EAD l'esposizione creditizia nel momento del default (Exposure At Default).*

4. *Si ricorda che nell'approccio a rating interni è richiesto che il patrimonio di vigilanza sia almeno pari all'8% del cosiddetto Attivo Ponderato per il Rischio (APR), in cui tale ultima quantità si ottiene attraverso la formula APR= K x 12,5 x EAD, con K a rappresentare il requisito patrimoniale derivato dalla formulazione proposta dal Comitato e che tiene conto dei fattori PD, LGD, EAD, della correlazione, della scadenza dei prestiti e della dimensione del fatturato (con il noto "sconto" riconosciuto alle PMI con fatturato inferiore a 50 milioni di euro).*

5. *Il concetto di distanza dal fallimento trova un fondamento teorico nel contributo di Merton, R., "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of interest Rates", Journal of Finance, 2, 1974, 449-470, al quale si rimanda per ulteriori approfondimenti.*

comuni all'area del rischio in senso stretto e a quella del valore d'impresa, e cioè:

- redditività attesa (Roe e connessa volatilità);
- *leverage* (Debito/Patrimonio Netto);
- risparmio fiscale del debito;
- costo dell'indebitamento;
- costi del dissesto finanziario;
- flessibilità finanziaria (cash flow e autofinanziamento).

Opportunamente combinate, tali variabili[6] consentono, da un lato, di rendere massimo il valore d'impresa, dall'altro, di rendere costante ed al limite elevare la distanza (*A-D*) con conseguente possibilità di monitorare il proprio profilo di rischio e perciò il proprio rating. Tendenzialmente, la situazione ideale vede l'impresa prendere una serie di scelte di carattere finanziario, su cui ci si concentrerà nel paragrafo successivo, che consentono di "coordinare" il valore dell'impresa a quello del debito. Come si può osservare nel grafico 1, in questo modo la distanza (*A-D*) rimarrebbe costante, come altrettanto costante risulterà essere la connessa *PD*.

Gli strumenti di azione

Il percorso di convergenza verso una struttura finanziaria che risponda ai requisiti formalizzati nel paragrafo precedente, richiede specifici strumenti di azione da utilizzare preferibilmente in maniera congiunta. Schematicamente, le alternative che si presentano all'impresa sono rappresentate da:

1. Interventi di contenimento del rapporto di indebitamento;
2. Interventi di tipo *liability-based*;
3. Interventi di tipo *asset and liability-based*;
4. Interventi di *risk management*.

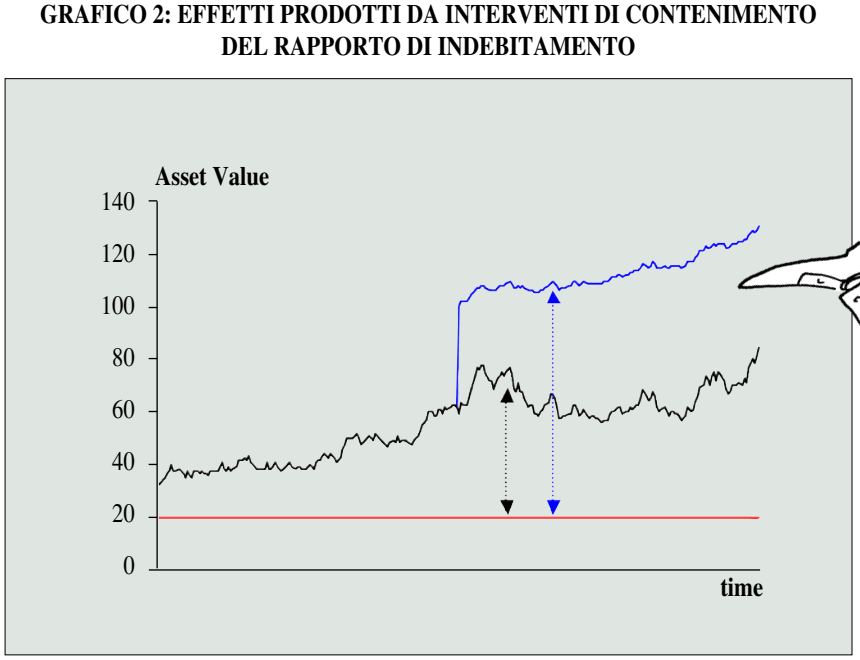
La prima tipologia di interventi è essenzialmente costituita dalle seguenti operazioni: (a) aumento di capitale per rimborsare il debito (*equity-for-debt-swap*) e, più in generale, per incrementare il grado di patrimonializzazione; (b) operazioni di *sale and lease-back*; (c) autofinanziamento e mantenimento di una riserva di liquidità che permetta all'impresa di avere un discreto margine di flessibilità finanziaria. Tali interventi producono, come intuibile, un effetto di incremento della distanza (*A-D*) con conseguente riduzione della volatilità dei margini economici (Roe). Tutto ciò a diretto vantaggio del profilo di rischio esibito, che risulterà più contenuto e tale da ridurre la connessa *PD*. Il grafico sottostante illustra l'effetto prodotto da tali interventi sulla evoluzione temporale del valore d'impresa.

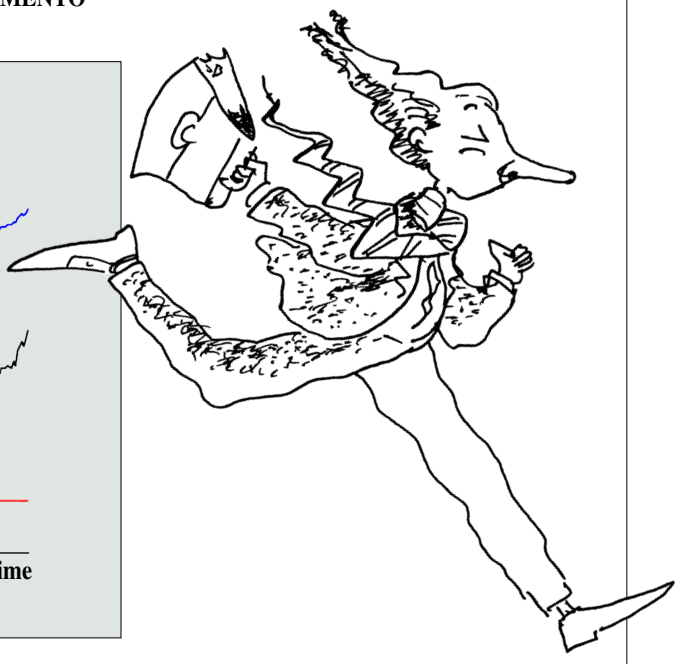
Il *secondo* tipo di interventi è rappresentato da forme di indebitamento correlate a misure di performance aziendali. Ci si riferisce, innanzitutto, a strumenti innovativi di natura "ibrida", collocati in posizione intermedia tra capitale di rischio e debito *senior* (per questa ragione si parla anche di titoli *quasi-equity*)[7].

6. *Sul ruolo assunto da ciascuna variabile nella determinazione del valore d'impresa si rimanda a Dallocchio, M., Salvi, A., Finanza d'Azienda, 2004, Egea.*

7. *Tecnicamente, le forme appartenenti a questa categoria sono rappresentate da: (1) Prestiti partecipativi, in cui la remunerazione è in larga parte correlata a "misure" di performance aziendali (Roe, Reddito netto, leverage, ecc.) con rimborso di tipo equity-for-debt-swap; (2) Mezzanine Financing, costituiti da (a) debito subordinato nella forma di zero-coupon (rimborso in un'unica soluzione a scadenza), ovvero debito stepped-interest in cui il tasso di interesse viene ridefinito sulla base di un piano predeterminato o in occasione di una modifica del rating, ovvero pay in kind, strumenti che offrono la possibilità di trasformare gli interessi in capitale in funzione di particolari eventi; (b) equity kicker, ovvero opzione di sottoscrizione di capitale di rischio.*

GRAFICO 2: EFFETTI PRODOTTI DA INTERVENTI DI CONTENIMENTO DEL RAPPORTO DI INDEBITAMENTO

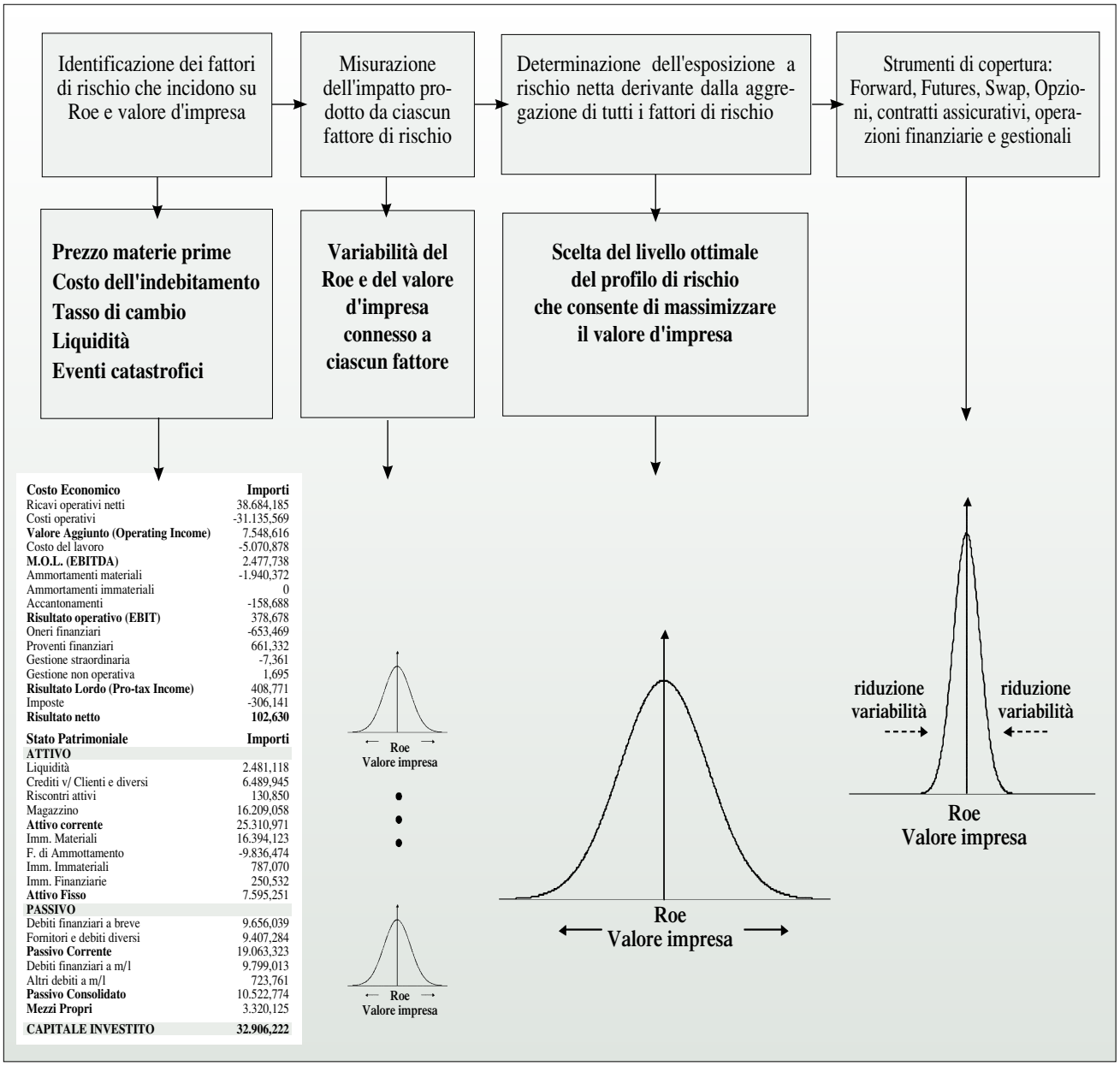




L'elevato grado di flessibilità offerto da tale tipologia di strumenti permette di confezionare un debito strettamente correlato all'evoluzione delle performance aziendali, con la conseguente possibilità, almeno a livello teorico, di poter ottenere una struttura finanziaria dinamica e flessibile del tipo rappresentato in Grafico 1[8]. Non meno importante è inoltre la possibilità di beneficiare del risparmio fiscale connesso agli interessi passivi, s'intende entro i limiti previsti dall'ordinamento fiscale. Gli interventi di tipo asset and *liability-based*, precedentemente indicati al punto 3, si pongono l'obiettivo di armonizzare i flussi di cassa in uscita con quelli in entrata mediante il *matching* delle *duration*, rispettivamente, dell'attivo, ovvero del Capitale Operativo, e del passivo. Due, al riguardo, sono le soluzioni percorribili. La prima, consiste nel modificare la durata dei debiti modulandola su quella del ciclo del Capitale Operativo, la seconda, nel ricorso a operazioni cosiddette di "ingegneria finanziaria". In quest'ultimo caso, si dovrà modificare l'originale struttura finanziaria del debito in maniera tale che i flussi in uscita siano armonizzati con quelli in entrata. A questo proposito, si può facilmente dimo-

8. *In un senso, anche l'indebitamento a breve termine permette di conseguire strutture debitorie correlate all'attivo. Sotto tale prospettiva è perciò corretto ritenere che il debito a breve termine può definirsi come una forma primitiva di indebitamento performance sensitive.*

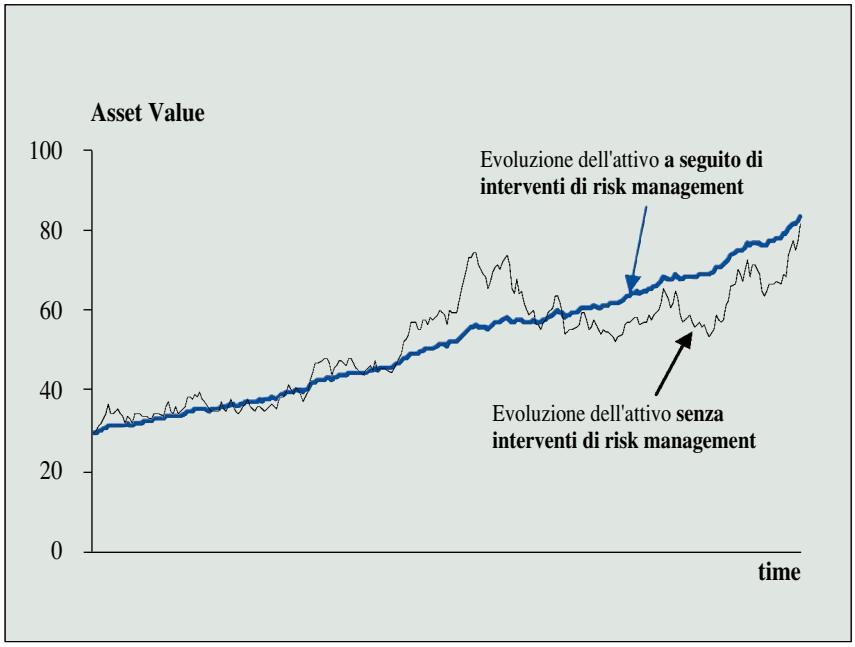
FIGURA 1: ITER PREVISTO DAI SISTEMI DI RISK MANAGEMENT



Costo Economico	Importi
Ricavi operativi netti	38.684,185
Costi operativi	-31.135,569
Valore Aggiunto (Operating Income)	7.548,616
Costo del lavoro	-5.070,878
M.O.L. (EBITDA)	2.477,738
Ammortamenti materiali	-1.940,372
Ammortamenti immateriali	0
Accantonamenti	-158,688
Risultato operativo (EBIT)	378,678
Oneri finanziari	-653,469
Proventi finanziari	661,332
Gestione straordinaria	-7,361
Gestione non operativa	1,695
Risultato Lordo (Pro-tax Income)	408,771
Imposte	-306,141
Risultato netto	**102,630**

Stato Patrimoniale	Importi
ATTIVO	
Liquidità	2.481,118
Crediti v/ Clienti e diversi	6.489,945
Riscontri attivi	130,850
Magazzino	16.209,058
Attivo corrente	25.310,971
Imm. Materiali	16.394,123
F. di Ammottamento	-9.836,474
Imm. Immateriali	787,070
Imm. Finanziarie	250,532
Attivo Fisso	7.595,251
PASSIVO	
Debiti finanziari a breve	9.656,039
Fornitori e debiti diversi	9.407,284
Passivo Corrente	19.063,323
Debiti finanziari a m/l	9.799,013
Altri debiti a m/l	723,761
Passivo Consolidato	10.522,774
Mezzi Propri	3.320,125
CAPITALE INVESTITO	**32.906,222**

GRAFICO 3: EFFETTI PRODOTTI DA INTERVENTI DI RISK MANAGEMENT



strare che un debito a medio/lungo termine combinato, alternativamente, con un contratto *future* (posizione di vendita o *short position*) o con una opzione di vendita (*put*), entrambi con medesimo sottostante correlato alle performance aziendali, permette di costruire "sinteticamente" un debito *performance sensitive*. Si comprende, quindi, che gli interventi appartenenti a questa terza tipologia producono effetti del tutto analoghi a quelli esaminati nel caso precedente (strumenti di tipo 2).

Infine, l'ultima classe di interventi è rappresentata dal ricorso a tecniche di *risk management*. L'iter procedurale previsto da tali misure, schematicamente riportato nella Figura 1, prevede, innanzitutto, l'identificazione dei fattori di rischio che incidono maggiormente sulla variabilità dei risultatati di gestione, misurandone successivamente l'impatto singolo e aggregato su Roe e valore d'impresa. Scelto, poi, il livello ottimale del profilo di rischio che consente di massimizzare il valore d'impresa, saranno infine selezionati tutti gli interventi necessari alla richiesta riduzione della variabilità dei risultati d'impresa[9].

Avendo come obiettivo principale quello di ridurre la variabilità, rispettivamente, del Roe e del valore d'impresa, l'effetto prodotto da tali misure di intervento sarà quello di contenere la variabilità esibita dal valore d'impresa nel tempo (vedi Grafico 3). Invero, la maggiore stabilità del Roe si tradurrà in una correlativa riduzione della variabilità della distanza (*A-D*), con conseguente impatto positivo sulla valutazione del merito di credito (*PD*).

Conclusioni

Le considerazioni svolte nel presente articolo si sono concentrate sulle possibili linee di intervento che permettono ad una impresa di coniugare l'obiettivo della massimizzazione dei profitti con quello della affidabilità finanziaria in senso lato (merito creditizio target). Le argomentazioni offerte sembrano suggerire l'adozione di una strategia la cui logica di fondo sia:

I. *integrata*, in maniera che l'obiettivo di crescita del valore d'impresa sia complementare a quello del merito di credito;
II. *dinamica*, in cui le scelte devono adeguarsi alle mutevoli situazioni di contesto;
III. *innovativa*, in un senso che non si limiti alla possibilità di ricorrere a strumenti finanziari innovativi, ma che si estenda anche ad un concetto di cultura *innovativa* di impresa (distanza dal fallimento come variabile target).

E' solo attraverso una articolazione del genere che l'adozione di un complesso coordinato di scelte gestionali e finanziarie permetterà alle imprese di affrontare nel miglior modo possibile "la questione Basilea 2". In tal senso, è utile ricordare e sottolineare che instaurare un rapporto dialettico banca-impresa significa anche sviluppare una cultura del rischio di impresa che "parli con lo stesso linguaggio dell'interlocutore bancario". E le misure di intervento suggerite in questo articolo rappresentano un esempio significativo di ciò che si intende per cultura del rischio sviluppata secondo uno schema unitario e integrato.

Roberto Savona
Ricercatore Universitario
di Economia degli Intermediari Finanziari
Università di Brescia

9. *Operativamente, le attività di risk management prevedono in via prevalente il ricorso a strumenti derivati/ contratti assicurativi (si pensi ad esempio al rischio di cambio e a quello di interesse facilmente neutralizzabili mediante il ricorso a operazioni di cambio a termine e contratti di swap).*
In alternativa, l'impresa può ricorrere anche a: (i) tecniche di compensazione dei rischi (da realizzarsi con le medesime tecniche di cash management di cui agli interventi del tipo 3); (ii) operazioni gestionali in senso stretto, che se opportunamente coordinate consentono di neutralizzare direttamente una parte più o meno ampia della variabilità che insiste sui risultati di gestione (si pensi ad esempio alla diversificazione produttiva).
E' evidente che la scelta delle misure più efficaci sarà presa valutando sia il grado di efficacia raggiunto dallo strumento nella copertura del rischio, sia i costi connessi allo stesso (ad esempio il costo di acquisto di uno strumento derivato).