

1.10 POLITICA FINANZIARIA E RATING

Rallentano le economie emergenti

Negli Stati Uniti e negli altri paesi avanzati l'espansione prosegue, mentre le economie emergenti restano un elemento di rischio per la crescita mondiale. In Cina si sono allontanati i timori di un brusco rallentamento, ma continua il peggioramento dell'economia. Il calo del prezzo del petrolio non si è tradotto in un rafforzamento dell'attività globale. L'FMI e l'OCSE hanno rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita e sul commercio internazionale. Si è accentuato il carattere espansivo delle politiche monetarie nei paesi avanzati.

Nei primi mesi dell'anno i timori sulla crescita globale hanno determinato forti cali dei corsi sui mercati finanziari internazionali, in parte poi riassorbiti. In Europa è stato particolarmente sfavorevole l'andamento dei titoli bancari, che ha interessato tutta l'area, ma soprattutto la Germania e l'Italia; è aumentata l'attenzione dei mercati alla qualità del credito, anche a seguito di incertezze degli operatori sugli orientamenti della regolamentazione.

Nell'area dell'euro continua la crescita, ma si sono accentuati i rischi associati all'andamento della domanda estera e all'incertezza della situazione geopolitica; l'inflazione si è attestata su valori nulli, riflettendo anche gli ampi margini di forza lavoro inutilizzata.

Politica monetaria espansiva della BCE

In marzo, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha adottato un pacchetto di misure espansive, più cospicuo di quanto atteso, costituito da un ampliamento della dimensione e della composizione degli acquisti di titoli, da un'ulteriore riduzione dei tassi ufficiali e da nuove misure di rifinanziamento delle banche a condizioni eccezionalmente favorevoli.

Dopo l'annuncio delle nuove misure, le condizioni monetarie e finanziarie sono divenute più espansive: i rendimenti dei titoli pubblici e privati sono diminuiti, i premi al rischio si sono ridotti, i corsi azionari si sono rafforzati; si è apprezzato l'euro.

Le misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE possono sostenere l'attività economica mediante diversi canali: favorendo l'afflusso di credito all'economia e riducendone l'onere; garantendo certezza su disponibilità e costo della raccolta bancaria; abbattendo il costo del capitale per le imprese; rafforzando il valore della ricchezza finanziaria e reale delle famiglie; stimolando il mercato immobiliare. Il sostegno all'attività economica e all'occupazione è presupposto necessario per il ritorno dell'inflazione su livelli compatibili con la stabilità dei prezzi.

Tassi d'interesse ai minimi storici

Il programma di Quantitative Easing della BCE ha significativamente contribuito alla riduzione dei tassi swap (negativi sulle scadenze fino a 5 anni) e al restringimento degli spread, tale da rappresentare una combinazione favorevole per gli emittenti corporate che, nel mese di marzo, hanno dato una spinta alle nuove emissioni sul mercato primario, rifinanziando così il proprio debito a tassi particolarmente vantaggiosi.

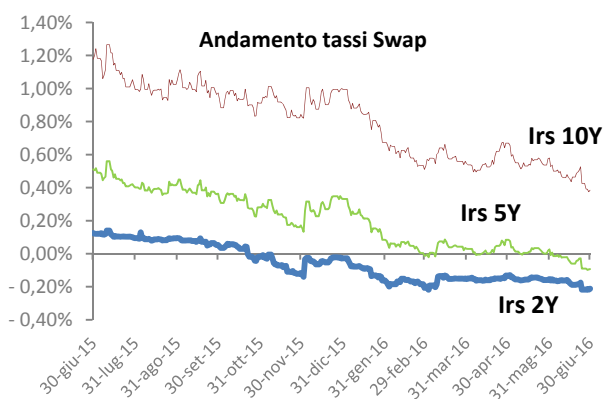
Il forte abbassamento della curva dei tassi in euro su tutte le scadenze ha continuato in seguito all'esito del referendum sull'uscita dall'Unione Europea da parte del Regno Unito ("Brexit").

Curve di mercato e Spread BTP-Bund 10 anni

Lo spread del BTP decennale verso il bund tedesco (quale parametro di riferimento per il costo della provvista) dopo aver raggiunto, in marzo, un livello sotto i 110 punti base, è risalito fino a punte di 145 punti base, per effetto di turbolenze sui mercati finanziari gravati dal rischio di un rallentamento del tasso di crescita globale.

L'effetto shock della "Brexit" si è riflesso anche sullo spread che, dopo essere schizzato fin oltre i 190 punti base, è stato immediatamente arginato dalla BCE e dalle maggiori banche centrali entrate in azione sui mercati, riportandolo sotto quota 140 punti base.

Al primo luglio lo spread torna sotto quota 130 punti base dopo il via libera della Commissione Europea alla



richiesta dell'Italia di utilizzare una garanzia pubblica per sostenere il comparto bancario.

Offerta creditizia limitata

Prosegue la ripresa graduale del credito, favorita dal contributo espansivo delle misure di politica monetaria, tuttavia le consistenze ancora elevate di attività deteriorate comprimono la capacità reddituale delle banche ed i numerosi vincoli regolamentari pongono un limite alle politiche di offerta creditizia da parte del sistema bancario.

Un modello di gestione attiva e prudentiale verso il rischio

Dato il contesto economico-finanziario, il Gruppo ha svolto la sua attività di gestione finanziaria in ottica di massimizzare il profilo di rendimento pur mantenendo una strategia prudentiale verso il rischio. Il costo medio del debito è stato ottimizzato attraverso attività di liability e financial risk management volte a cogliere opportunità di mercato favorevoli.

Per sostenere gli indicatori di rischio liquidità e ottimizzare il costo-opportunità del funding, il Gruppo dispone di linee di credito committed per 395 milioni di euro con durata media pari a 4 anni.

La strategia di gestione dei Rischi finanziari

Di seguito sono elencate le politiche e i principi per la gestione ed il controllo dei rischi finanziari, come il rischio liquidità e correlato rischio controparte e covenant sul debito, il rischio tasso, il rischio cambio e il rischio di merito creditizio (rating).

Rischio liquidità

Il Gruppo ha l'obiettivo di mantenere un adeguato bilanciamento delle scadenze delle poste dell'attivo e del passivo, correlando gli impieghi a coerenti fonti di finanziamento in termini di durata e modalità di rimborso, tenendo conto delle necessità di rifinanziamento dell'attuale struttura di debito.

Il rischio di liquidità è il rischio che l'impresa, a causa dell'incapacità di reperire nuovi fondi o di liquidare attività sul mercato, non riesca a far fronte ai propri impegni di pagamento.

L'obiettivo del Gruppo è di assicurare un livello di liquidità tale da consentire di far fronte ai propri impegni contrattuali sia in condizioni di normalità che in condizioni di crisi attraverso il mantenimento di linee di credito disponibili, liquidità e tempestivo avvio delle negoziazioni sui finanziamenti in corso di maturazione, ottimizzando il costo del funding sulla base delle condizioni di mercato in corso e future.

Nella tabella che segue viene rappresentato il 'worst case scenario', in sostanza lo scenario peggiore, dove le attività (liquidità, crediti commerciali, ecc.) non sono prese in considerazione, mentre vengono riportate le passività finanziarie, nella quota capitale e interessi, i debiti commerciali e i contratti derivati su tassi di interesse. Le linee finanziarie a revoca sono fatte scadere a vista mentre gli altri finanziamenti sono fatti scadere alla data in cui possono essere chiesti a rimborso.

Gestione proattiva della liquidità

Liquidità adeguata ad un worst case scenario

Worst case scenario (mln/euro)	30.06.2016			31.12.2015		
	da 1 a 3 mesi	oltre 3 mesi fino a 1 anno	da 1 a 2 anni	da 1 a 3 mesi	oltre 3 mesi fino a 1 anno	da 1 a 2 anni
Obbligazioni	14	84	84	242	84	84
Debiti e altre passività finanziarie	94	94	58	134	97	75
Debiti verso fornitori	907	0	0	1.121	0	0
Totale	1.015	178	142	1.497	181	160

Al fine di garantire liquidità sufficiente a coprire ogni impegno finanziario almeno dei prossimi due anni (orizzonte temporale del 'worst case scenario' riportato), il Gruppo dispone, al 30 giugno 2016, di 248,3 milioni di euro di liquidità, linee di credito non utilizzate per 474 milioni di euro di cui 395 milioni di euro sono linee di credito committed e, di ampi spazi su linee di credito uncommitted (1.000 milioni di euro).

Le linee di credito e la relativa attività finanziaria non sono concentrate su nessun finanziatore specifico, ma distribuite fra i principali istituti bancari italiani ed internazionali con un utilizzo largamente inferiore al totale disponibile.

La struttura finanziaria del Gruppo si presenta solida ed equilibrata in termini di composizione e di durata consentendo di minimizzare il rischio liquidità anche in caso di scenari particolarmente critici. La quota di debito che scade entro l'anno è diminuita al 5,4% rispetto al mese di dicembre (11,8%) per effetto del rimborso dell'eurobond con scadenza febbraio 2016 (195,4 mln€) e del minor utilizzo di linee a breve termine rimborsabili a vista.

La quota di debito a lungo termine è pari a circa il 94,6% rispetto al totale debiti finanziari, di cui circa il 79% è rappresentato da bond con rimborso a scadenza. La durata residua media è di oltre 8 anni, di cui il 73% del debito ha scadenza oltre i 5 anni.

Durata media del debito oltre gli 8 anni

Di seguito si riportano i flussi nominali attesi sulle fasce di scadenza annuali fino a 5 anni e la quota oltre 5 anni.

Flusso nominale debito (mln/euro)	30.06.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	Oltre 5 anni	Totale
Obbligazioni	0	0	0	500	0	2.035	2.535
Debiti Bancari / verso altri	134	71	52	53	49	368	727
Totale	134	71	52	553	49	2.403	3.263

Rischio default e covenants sul debito

Il rischio consiste nella possibilità che i contratti di finanziamento sottoscritti contengano disposizioni che prevedano la facoltà da parte del finanziatore di chiedere il rimborso anticipato del finanziamento se si verificano determinati eventi, generando così un potenziale rischio liquidità.

Al 30 giugno 2016 una parte significativa della posizione finanziaria netta del Gruppo è rappresentata da contratti di finanziamento che prevedono un insieme di clausole, in linea con la prassi internazionale, che impongono alcuni divieti. Le clausole principali prevedono l'impegno del Gruppo di pari trattamento del debito emesso rispetto agli altri suoi debiti non garantiti (pari passu) e l'impegno nei confronti degli obbligazionisti di non concedere ad altri finanziatori successivi, dello stesso status, garanzie migliori e/o privilegi sui beni che formano le sue attività (negative pledge).

Relativamente alle clausole di rimborso anticipato obbligatorio non sono previsti covenants finanziari sul debito tranne quello del limite del corporate rating da parte anche di una sola agenzia di rating al di sotto del livello di 'Investment Grade' (BBB-) su una quota di debito pari a circa 150 milioni di euro.

Sulla parte restante del debito si prevede un rimborso anticipato obbligatorio solo in caso di un cambiamento significativo dell'assetto di controllo del Gruppo (Change of control) che ne comporti un downgrade ad un livello 'Non-investment grade', o inferiore, ovvero la cessazione della pubblicazione del rating.

No covenants finanziari

Change of control & Investement grade

Rischio tasso

Il Gruppo utilizza risorse finanziarie esterne sotto forma di debito finanziario a medio lungo termine, diverse tipologie di linee di credito a breve termine ed impiega la liquidità disponibile prevalentemente in conti di deposito a breve termine immediatamente smobilizzabili. Le variazioni nei livelli dei tassi di interesse di mercato influenzano sia gli oneri finanziari associati alle varie forme tecniche di finanziamento sia i proventi delle differenti forme di impiego della liquidità, incidendo pertanto sui flussi di cassa e sugli oneri finanziari netti del Gruppo.

La politica finanziaria del Gruppo ha l'obiettivo di individuare un mix ottimale delle fonti di finanziamento tra tasso fisso e variabile, nell'ambito di una strategia prudentiale verso il rischio di oscillazione dei tassi. La gestione del rischio tasso d'interesse punta a stabilizzare i flussi finanziari in modo da garantire i margini e la certezza dei flussi di cassa derivanti dalla gestione caratteristica. L'applicazione della politica di gestione del rischio tasso si traduce, di volta in volta, in base alle condizioni di mercato, in una precisa combinazione di strumenti finanziari a tasso fisso, a tasso variabile e di coperture finanziarie con prodotti derivati.

Prudenziale gestione del rischio tasso

Offset Swap per ottimizzare il costo medio del debito

Il Gruppo presenta un'esposizione al rischio di variazione dei tassi, comprensivo dell'effetto dei derivati, pari al 17% mentre l'83% del debito è a tasso fisso per effetto della stipula di offset swap, avvenuta il 28 maggio 2015, con la quale sono stati portati a tasso fisso due Bond di 500 mln scadenza 2019 e scadenza 2021, che a marzo risultavano a tasso variabile per effetto di derivati di copertura.

L'operazione ha consentito di fissare il tasso rispettivamente a 2,09% e 1,81% livello nettamente inferiore se riferito alla cedola originale di 4,5% e 3,25%.

Il Gruppo applica una gestione finanziaria basata sul principio di Mitigazione del Rischio adottando una politica di copertura dei rischi che non prevede il ricorso a strumenti finanziari derivati con finalità speculative; questi ultimi risultano perfettamente aderenti al debito sottostante.

83% del debito a tasso fisso

Indebitamento finanziario lordo (*)	30.06.2016			31.12.2015		
	senza derivati	con derivati	% con derivati	senza derivati	con derivati	% con derivati
(mln/euro)						
tasso fisso	2.610,5	2.633,2	83%	2.799	2.826	83%
tasso variabile	562,8	540,0	17%	593	567	17%
Totale	3.173	3.173	100%	3.392	3.392	100%

**Indebitamento finanziario lordo: non include disponibilità liquide, altri crediti finanziari correnti e non correnti*

Rischio cambio non connesso al rischio commodity

Il Gruppo adotta una strategia prudentiale di esposizione al rischio valutario, per cui tutte le posizioni in valuta vengono nettate o coperte tramite strumenti derivati (cross currency swap). Attualmente il Gruppo detiene un bond in valuta di 20 miliardi di yen giapponesi, totalmente coperto con un cross currency swap.

Rating

Il rating conferma i punti di forza costruiti dal Gruppo nel tempo

Hera Spa ha i rating sul lungo termine di Moody's 'Baa1 Outlook Stabile' e di Standard & Poor's (S&P) 'BBB Outlook Stabile'.

L'1° giugno 2016 Moody's ha rilasciato una Credit Opinion in cui conferma il livello di rating "Baa1" e l'Outlook "stabile", valutando positivamente il profilo di rischio del Gruppo in termini di solidità e buon equilibrio del portafoglio di business gestiti, nonché buone performance operative e la strategia consolidata del Gruppo.

Il Rating di S&P risulta confermato in quanto presenta l'aspettativa di S&P che il Gruppo possa raggiungere i livelli target sugli indicatori di merito creditizio e che la sua solvibilità non sia completamente vincolata alle condizioni del rischio sovrano.

Dato l'attuale contesto macroeconomico e la perdurante incertezza sulle prospettive economiche del paese, le azioni e le strategie del Gruppo sono sempre particolarmente attente e indirizzate a garantire il mantenimento/miglioramento di adeguati livelli di rating.