

Sinergie

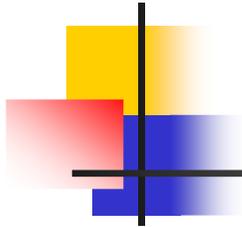
Studio Associato Commercialisti - Consulenti di Direzione - Consulenti del Lavoro

Il dimensionamento della struttura finanziaria ottimale di un'impresa industriale

Perugia, 16 aprile 2013

Dott. Daniele Cherubini

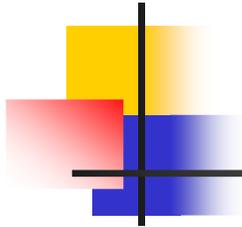
Introduzione



La gestione aziendale nel suo complesso, pur presentandosi unitaria nel tempo e nello spazio, può essere utilmente osservata nei seguenti aspetti tra loro complementari:

- aspetto **economico** → osserva le relazioni tra costi e ricavi per analizzare la redditività dell'impresa
- aspetto **patrimoniale** → esamina la relazione intercorrente tra il patrimonio netto (o capitale proprio) ed il capitale di credito (o debiti)
- aspetto **finanziario** → esamina le relazioni tra fabbisogni di capitale e relative modalità di copertura e tra correlati flussi di entrate e flussi di uscite monetarie e finanziarie.

Introduzione



Percorso logico che seguiremo nell'ambito dell'aspetto **finanziario:**

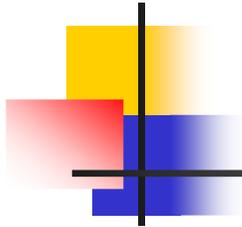
1 – Nascita del fabbisogno finanziario

2 – Copertura del fabbisogno finanziario

3 – Creazione di una struttura finanziaria adeguata

4 – Individuazione della **struttura finanziaria ottimale**

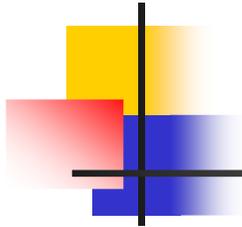
Origine del fabbisogno finanziario



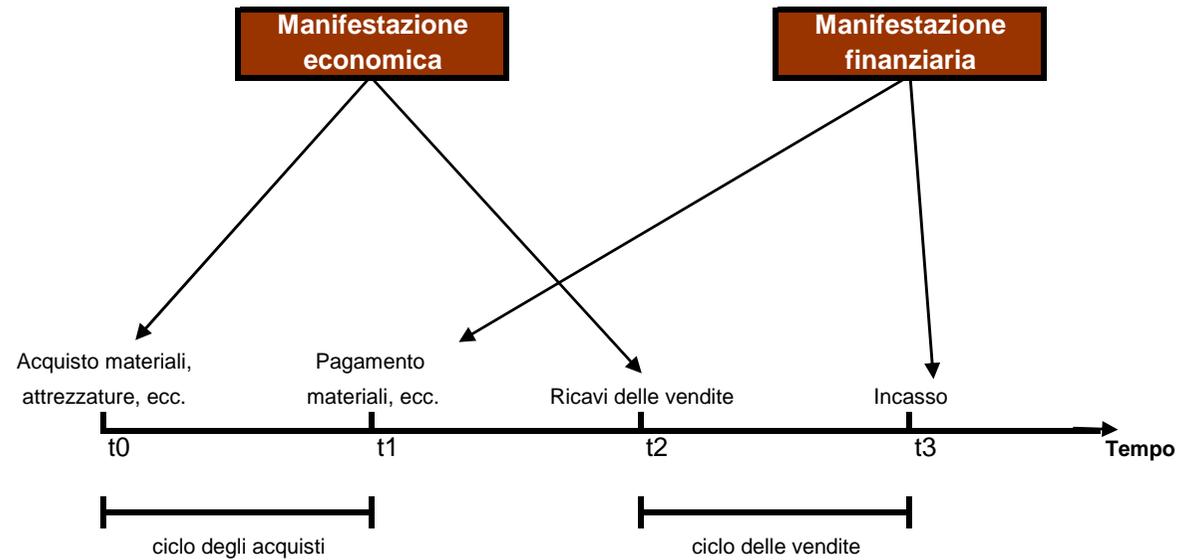
Nella loro attività le imprese hanno continuamente bisogno di acquistare beni e/o servizi, i quali devono ovviamente essere pagati. Le imprese quindi anticipano i costi ai ricavi, pertanto ogni decisione di investimento genera necessariamente un **fabbisogno di capitali**, indipendentemente da quale sarà poi la consistenza finale del reddito conseguito a fine esercizio.

Per la natura stessa dell'attività imprenditoriale vi è dunque uno **sfasamento temporale**, insito nella modalità di regolamento degli scambi, che implica la necessità di riequilibrare i flussi monetari in entrata con quelli in uscita.

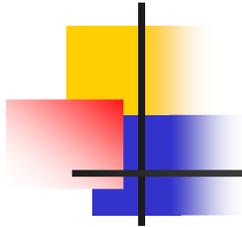
Origine del fabbisogno finanziario



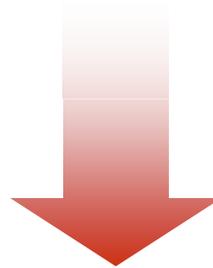
Lo sfasamento del ciclo economico e del ciclo monetario crea flussi monetari in entrata e in uscita non coincidenti.



Origine del fabbisogno finanziario



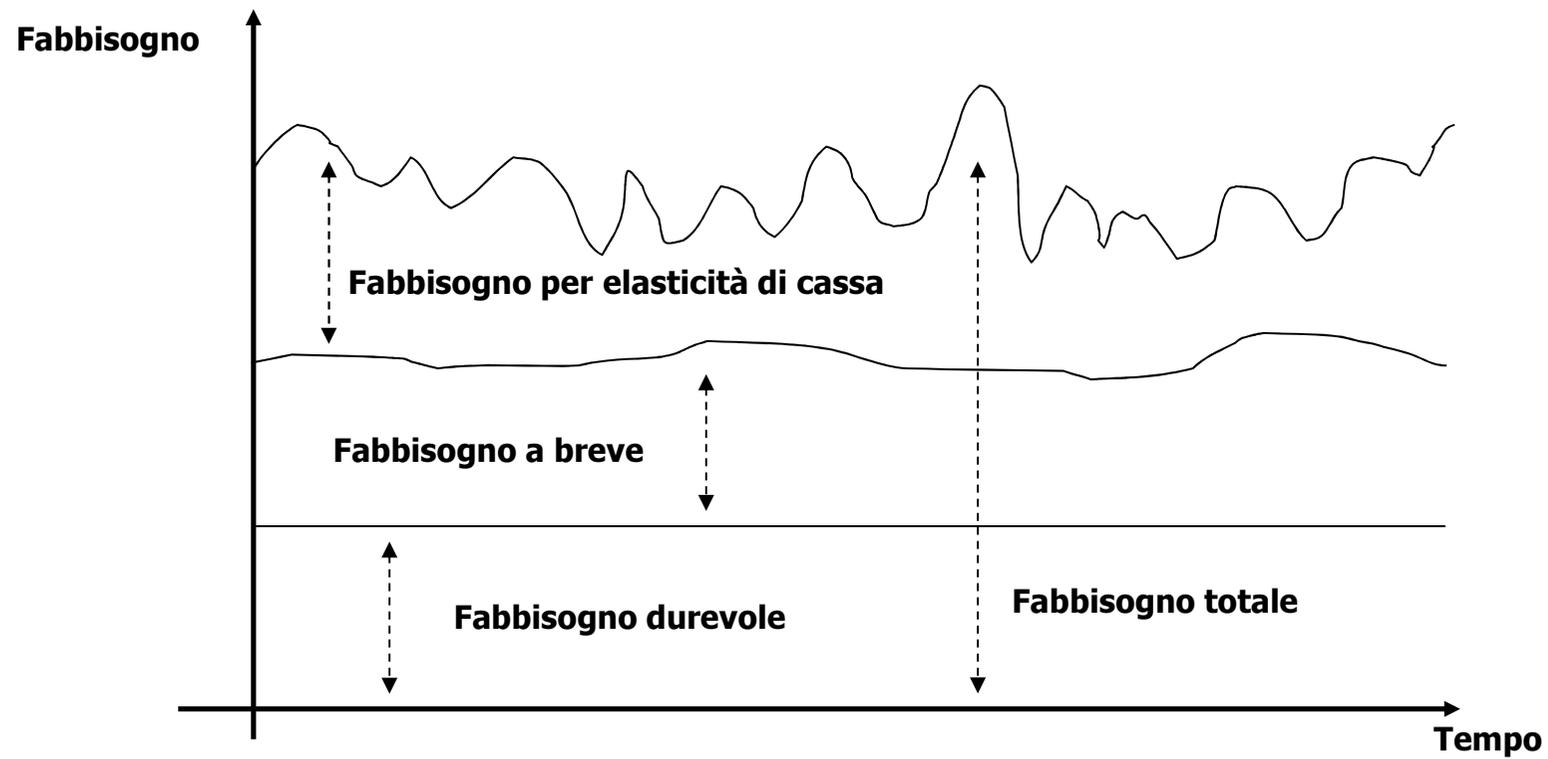
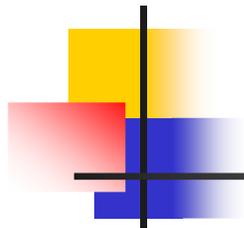
**In altre parole l'impresa è continuamente soggetta ad un
VINCOLO FINANZIARIO**



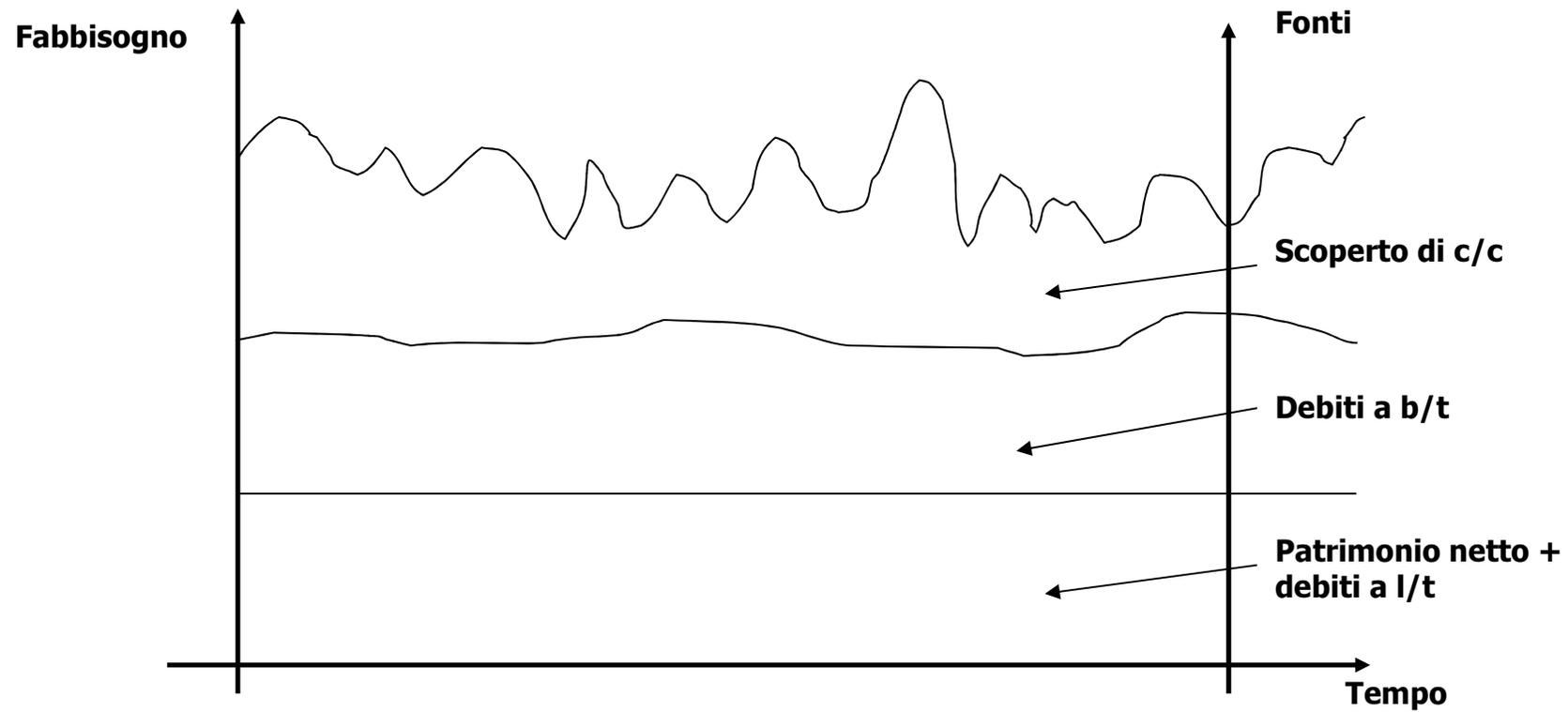
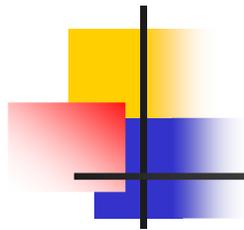
Necessità di disporre di risorse finanziarie adeguate per fronteggiare le uscite operate tempo per tempo.

Le risorse finanziarie, al pari degli altri fattori produttivi, sono scarse e onerose.

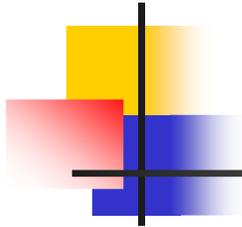
Fabbisogno finanziario...



...e relativa copertura



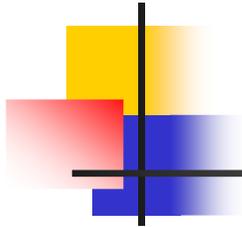
Variabili del fabbisogno finanziario



Variabili che incidono sul fabbisogno finanziario:

- Operazioni di investimento e di alienazione**
- Livello delle scorte**
- Condizioni di pagamento applicate ai clienti**
- Condizioni di pagamento applicate ai fornitori**
- Livello di liquidità**

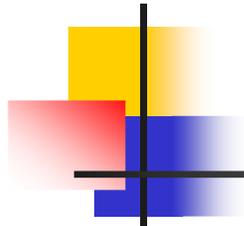
Tipi di fabbisogno finanziario



Classificazione del fabbisogno finanziario

Fabbisogno STRUTTURALE	➔	Lungo termine permanente
Fabbisogno CORRENTE	➔	Breve termine permanente
Fabbisogno STRAORDINARIO	➔	Lungo termine non permanente
Fabbisogno OCCASIONALE	➔	Breve termine episodico

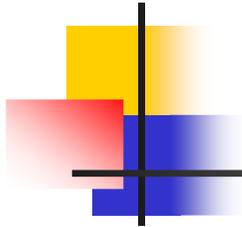
Copertura del fabbisogno finanziario



Classificazione delle fonti di finanziamento:

Fonte	Scadenza	Tipo di fabbisogno coperto
Capitale proprio	Lunghissima	Strutturale
Autofinanziamento	Lunghissima	Strutturale
Finanziamento soci	Breve-Medio	Occasionale
Obbligazioni	Lunga	Straordinario
Mutuo bancario	Lunga	Straordinario
Leasing	Media	Straordinario e occasionale
Credito bancario a breve	Breve	Corrente e occasionale
Factoring	Breve	Corrente
Forfaiting	Breve	Corrente
Prestiti dipendenti	Breve-Medio	Corrente

Copertura del fabbisogno finanziario

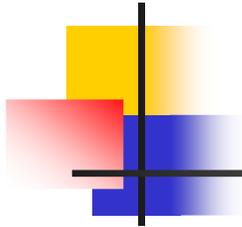


Una volta appurata l'esistenza di un fabbisogno finanziario per garantire lo svolgimento dell'attività d'impresa, quindi, vi sono varie fonti alle quali l'impresa stessa può attingere per coprire tale fabbisogno.

Tali fonti possono essere suddivise in 2 grandi categorie:

- capitale proprio (*equity*)**
- capitale di terzi (debito)**

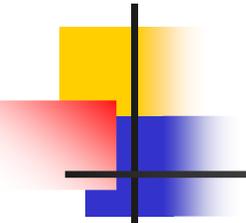
Copertura del fabbisogno finanziario



IL CAPITALE PROPRIO

I mezzi propri (*equity*) sono costituiti dal capitale fornito dai proprietari (soci) dell'azienda all'atto della sua costituzione e successivamente per finanziarne l'attività, dalle riserve e dalla somma degli utili generati dall'impresa che non vengono distribuiti agli azionisti, il tutto al netto delle eventuali perdite conseguite nel tempo dalla società.

Copertura del fabbisogno finanziario

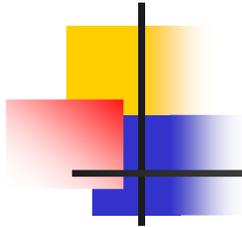


IL CAPITALE DI DEBITO

Per capitale di debito (o mezzi di terzi) si intendono i debiti di natura finanziaria di tipo oneroso (in grado quindi di generare interessi), non correlati alla gestione corrente. Tali passività possono assumere forme e caratteristiche assai diverse a seconda della durata, del costo, delle garanzie richieste, ecc.

Le forme più comuni sono il debito bancario a breve, il mutuo e – per le imprese di maggiori dimensioni – il debito obbligazionario.

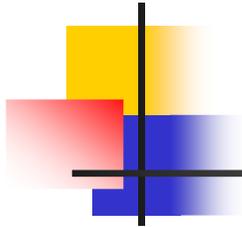
Copertura del fabbisogno finanziario



L'insieme delle fonti di finanziamento utilizzate dall'impresa costituisce la sua **STRUTTURA FINANZIARIA**.

All'interno dell'impresa la funzione finanziaria, che si pone come intermediaria tra le operazioni di gestione e i mercati finanziari dove raccogliere i mezzi necessari per la copertura del fabbisogno finanziario, dovrà tentare di individuare il mix mezzi propri / mezzi di terzi che sia ottimale per l'impresa.

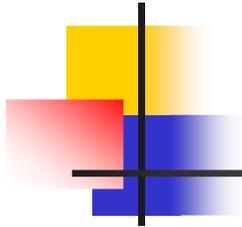
L'aspetto finanziario



L'aspetto finanziario può essere oggetto di indagine sotto diversi profili di analisi:

- 1. equilibrio finanziario di breve periodo**
- 2. equilibrio finanziario di medio/lungo periodo**
- 3. redditività**
- 4. adeguatezza della **struttura finanziaria****

1. Equilibrio finanziario di breve periodo



Si ha quando i flussi generati (entrate) e assorbiti (uscite) dalle varie aree dell'attività dell'impresa sono bilanciati nel breve periodo.

Occorre mettere a confronto le voci dello Stato Patrimoniale relative all'attivo e al passivo a breve, unitamente ad alcune poste del conto economico.

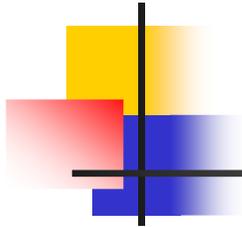
Margine di Tesoreria:

$$Li + Ld - Pb \quad (\text{deve essere } > 0)$$

Indice di liquidità assoluta (o acid test ratio):

$$(Li + Ld) / Pb \quad (\text{deve essere } > 1)$$

1. Equilibrio finanziario di breve periodo



Indice di liquidità relativa:

$$(Li + Ld + D) / Pb \quad (\text{valore ottimale} \approx 2)$$

Capitale Circolante Netto:

$$\text{Liquidità } (Li + Ld) + \text{Rimanenze } (D) - \text{Passività a breve } (Pb) \quad (\text{valori} > 0)$$

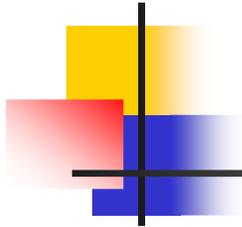
Tempo medio di incasso TMI: (nota: per motivi di omogeneità considerare i crediti al netto dell'IVA)

$$\frac{\text{Crediti}}{\text{Fatturato}} \times 365$$

Tempo medio di pagamento TMP: (nota: debiti al netto dell'IVA)

$$\frac{\text{Debiti}}{\text{Acquisti}} \times 365$$

1. Equilibrio finanziario di breve periodo



Tempo medio di giacenza delle scorte TMGS:

$$\frac{\textit{Scorte}}{\textit{Acquisti}} \times 365$$

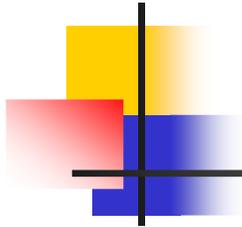
Ciclo del circolante:

$$\text{TMI} + \text{TMGS} - \text{TMP}$$

Indica il numero di giorni che intercorrono in media tra il momento in cui vengono pagati i fornitori e quello in cui vengono incassati i crediti per la vendita dei prodotti finiti.

È un indicatore molto importante in quanto consente di utilizzare i dati risultanti dall'analisi di tipo **statico** (i quozienti), al fine di trarre indicazioni di tipo **dinamico**, così da agevolare la determinazione del fabbisogno finanziario generato dalla gestione caratteristica.

2. Equilibrio finanziario di m/l periodo



Si ha quando i flussi generati (entrate) e assorbiti (uscite) dalle varie aree dell'attività dell'impresa sono tendenzialmente bilanciati nel medio/lungo periodo, così da poter sempre far fronte alle remunerazioni dovute ai terzi prestatori di capitale.

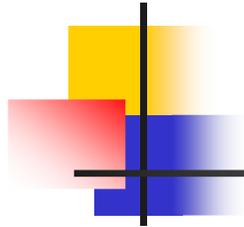
Margine di Struttura:

Patrimonio Netto (PN) – Attivo Immobilizzato (AI) (deve essere > 0)

Margine di Struttura allargato:

PN + Passività consolidate (Pc) – AI (almeno questo deve essere > 0)

2. Equilibrio finanziario di m/l periodo



Indice di copertura secco delle immobilizzazioni:

PN / AI (deve essere > 1)

Indice di copertura relativo delle immobilizzazioni:

$(PN + Pc) / AI$ (almeno questo deve essere > 1)

Rapporto di indebitamento:

$(Pb + Pc) / (Pb + Pc + PN)$ (il mix capitale di terzi-mezzi propri rappresenta la **struttura finanziaria** dell'impresa)

Equilibrio finanziario dell'impresa - riepilogo

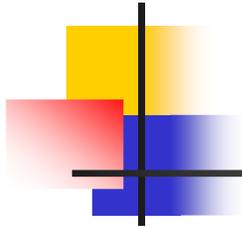
Interrelazioni tra i vari margini

		Capitale Circolante Netto	
		Positivo	Negativo
Margine di Struttura	Positivo	Situazione ottimale	Ipotesi impossibile
	Negativo	Scarsa solidità	Estremo pericolo

		Margine di Tesoreria	
		Positivo	Negativo
Margine di Struttura	Positivo	Situazione ottimale	Problemi di liquidità
	Negativo	Scarsa solidità	Estremo pericolo

		Capitale Circolante Netto	
		Positivo	Negativo
Margine di Tesoreria	Positivo	Situazione ottimale	Ipotesi impossibile
	Negativo	Scarsa liquidità	Estremo pericolo

3. Redditività



Lo studio della redditività riguarda l'analisi del rapporto tra i risultati aziendali in relazione alle diverse configurazioni di capitale investito.

Occorre premettere che l'aspetto reddituale è strettamente interconnesso con l'aspetto finanziario dell'impresa, in quanto un'insoddisfacente performance economica è destinata a compromettere in tempi non lunghi la situazione finanziaria e quindi la stessa sopravvivenza dell'impresa.

3. Redditività



Funzione economica



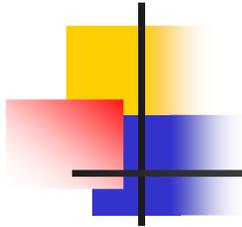
Funzione finanziaria

Nel **breve periodo** i flussi reddituali:

- influenzano la dinamica monetaria
- influenzano l'entità delle risorse di capitale

Nel **lungo periodo** il rendimento degli investimenti posti in essere e il costo per il finanziamento degli stessi costituiscono la base del valore dell'impresa.

3. Redditività



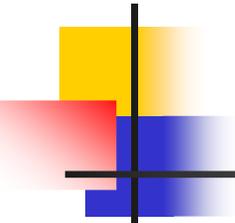
La redditività, quindi, esprime la capacità dell'impresa di produrre risultati economici soddisfacenti nel suo complesso, ed in segmenti specifici della gestione.

L'impresa per operare deve sempre tendere ad una condizione di equilibrio economico soggettivo, in cui:

$$\text{Ricavi} = \text{Costi} + \text{Oneri figurativi} + \text{Quota di extra-profitto}$$

dove gli oneri figurativi sono fattori che, pur non provocando uscite monetarie per la loro acquisizione, comportano comunque un sacrificio per chi li conferisce.

3. Redditività



Tasso di redditività globale (ROA):

Reddito netto (Rn) / Capitale investito (T)

Tasso di redditività operativa del capitale investito (ROI):

Reddito operativo (Ro) / Capitale investito (T)

Tasso di redditività del capitale proprio (ROE):

Reddito netto (Rn) / Patrimonio netto (C)

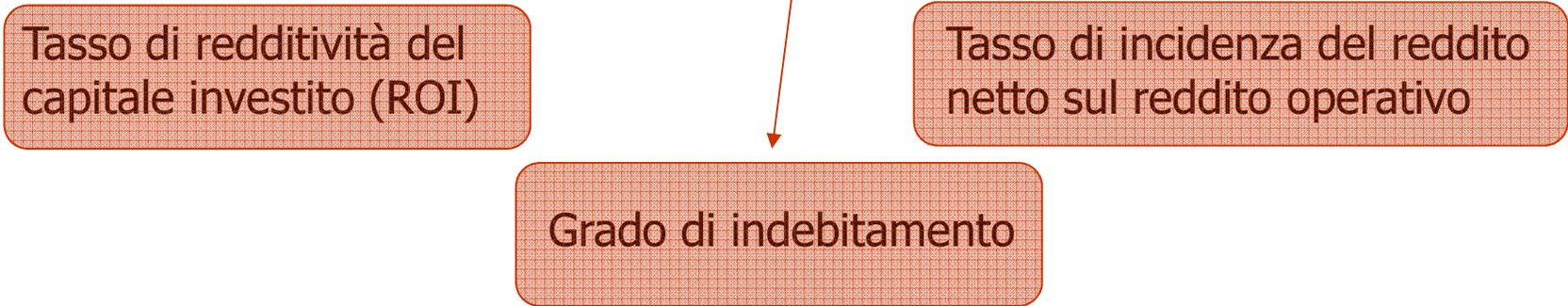
Tasso di redditività delle vendite (ROS):

Reddito operativo (Ro) / Ricavi dell'esercizio (F)

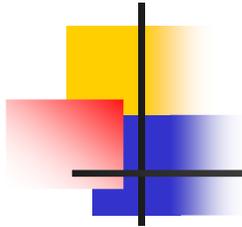
3. Redditività

Tasso di rotazione del capitale investito (turnover):
Ricavi dell'esercizio (F) / Capitale investito (T)

Scomposizione del ROE: $\frac{Rn}{C} = \frac{Ro}{T} \times \frac{T}{C} \times \frac{Rn}{Ro}$



4. Struttura finanziaria



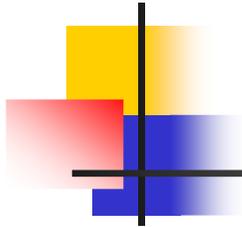
Che cos'è la **struttura finanziaria**?

È il **mix debito-mezzi propri** con cui il management dell'impresa sceglie di coprire il suo fabbisogno di capitale.

Le decisioni di investimento, unitamente alle operazioni di gestione caratteristica, possono infatti liberare liquidità, ma anche assorbirla.

Vi è quindi la necessità da parte del management di coprire i **saldi negativi** con adeguati strumenti di finanziamento, così da scongiurare il verificarsi di squilibri e tensioni che si verificherebbero al permanere del saldo negativo.

4. Struttura finanziaria

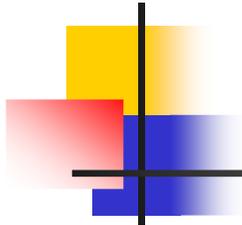


Esiste una **struttura finanziaria ottimale**?

In assoluto non esiste una struttura finanziaria ottimale, esiste semmai una struttura finanziaria migliore di un'altra, in relazione allo scopo che con essa si intende perseguire, quale ad esempio:

- massimizzazione del ROE
- massimizzazione del valore dell'impresa
- minimizzazione del rischio finanziario
- sviluppo dimensionale
- mantenimento del controllo dell'impresa.

4. Struttura finanziaria

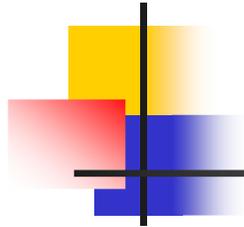


Oltre alla varietà degli scopi di cui si è detto, occorre anche tenere presente che la ricerca di una **struttura finanziaria ottimale** è condizionata da una serie di fattori quali:

- la coordinazione temporale tra il ciclo di utilizzo dei mezzi finanziari e il ciclo di realizzo degli investimenti (si richiede pertanto coincidenza tra scadenze delle varie forme di finanziamento e quelle degli impieghi che hanno originato tale fabbisogno)
- la disponibilità offerta dal mercato dei capitali e da quello del credito
- le implicazioni con altre politiche finanziarie
- i legami con le scelte di investimento
- la fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa
- le possibili ripercussioni sul *rating* del credito

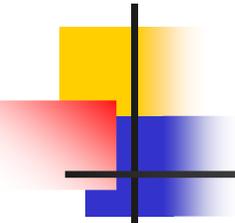
(segue)

4. Struttura finanziaria



- **il tasso di sviluppo delle vendite future**
- **la stabilità delle vendite future**
- **la struttura concorrenziale del settore**
- **la struttura dell'attivo aziendale**
- **l'atteggiamento rispetto al rischio da parte dei proprietari e del management**
- **l'atteggiamento dei creditori verso l'azienda**

4. Struttura finanziaria



Di seguito si espone una classificazione dei vari strumenti di finanziamento a disposizione del management:

Capitale di rischio

- Azioni ordinarie
- Autofinanziamento
- Prestiti dei soci

Capitale intermedio

- Debito mezzanino
- Obbligazioni convertibili
- Azioni privilegiate e di risparmio

(segue)

4. Struttura finanziaria

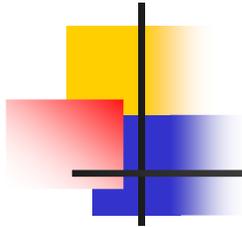
Capitale di debito

- Mutui
- Obbligazioni
- Linee di credito *stand-by*, *evergreen*, *bid line* e di gruppo

Finanziamenti strutturati

- Leasing
- Prestiti sindacati
- *Project financing*
- *Securitization*

4. Struttura finanziaria

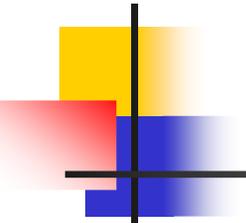


Naturalmente nelle imprese di minori dimensioni gli strumenti tra i quali scegliere sono meno numerosi e meno complessi di quelli appena prospettati, pertanto è verosimile (e frequente) che la ricerca dell'ottenimento di una **situazione finanziaria ottimale** si limiti a passare attraverso le analisi sopra prospettate in ordine all'equilibrio finanziario dell'impresa a b/m/I termine e alla sua redditività.

Esamineremo ora solo due possibili obiettivi dell'ottimizzazione della struttura finanziaria, ed in particolare quelli volti alla:

- **Massimizzazione del ROE**
- **Massimizzazione del valore dell'impresa**

Massimizzazione del ROE



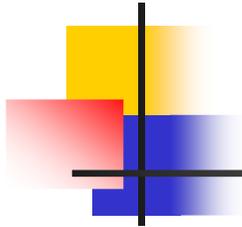
Una volta che il management ha definito:

- il fabbisogno finanziario, e
- i relativi mezzi di copertura,

la pianificazione ed ottimizzazione della struttura finanziaria può essere vista in funzione della massimizzazione della redditività del capitale proprio, attraverso lo strumento del *leverage*.

ROE e *leverage* riguardano rispettivamente l'aspetto reddituale e l'aspetto finanziario dell'impresa; come già evidenziato i 2 aspetti sono tra loro strettamente interconnessi, in quanto un'insoddisfacente situazione finanziaria può compromettere la performance economica e viceversa.

Massimizzazione del ROE



In questo scenario entra in gioco lo studio della leva finanziaria, quale strumento in grado di ottimizzare la ripartizione dei mezzi di copertura del fabbisogno tra capitali propri e di terzi.

Ricordando le 2 formule:

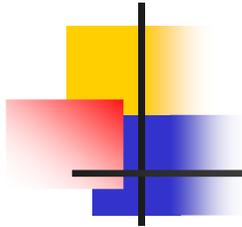
$$ROE = \frac{Rn}{C}$$

$$ROI = \frac{Ro}{T}$$

e considerando che

$$Rn_{lordo} = Ro - i(T - C)$$

Massimizzazione del ROE



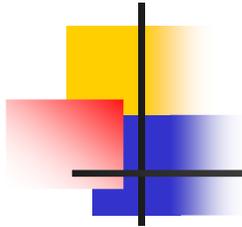
Si può riscrivere il ROE al lordo delle imposte come:

$$ROE_{\text{lordo}} = \frac{Ro - i(T - C)}{C} = \frac{Ro - iT + iC}{C} = \frac{Ro}{C} - \frac{iT}{C} + i$$

Moltiplicando e dividendo il primo membro per T si ottiene:

$$\begin{aligned} ROE_{\text{lordo}} &= \frac{T}{T} \times \frac{Ro}{C} - \frac{iT}{C} + i = \frac{Ro}{T} \times \frac{T}{C} - \frac{iT}{C} + i = \\ &= ROI \times \frac{T}{C} - i \times \frac{T}{C} + i = \frac{T}{C} \times (ROI - i) + i \end{aligned}$$

Massimizzazione del ROE



Si arriva così all'espressione estremamente semplificata (assenza di oneri o proventi atipici e straordinari, tasso i costante, ecc.) della **leva finanziaria**:

$$ROE_{lordo} = \frac{T}{C} \times (ROI - i) + i$$

Tale espressione mette in evidenza il significato della leva finanziaria, con ciò intendendosi il fatto che, in presenza di una determinata struttura finanziaria T/C , la variazione di una variabile indipendente (ROI , ma anche i) si ripercuote con effetto moltiplicativo (c.d. leva) sulla variabile dipendente (ROE).

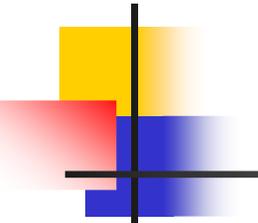
Massimizzazione del ROE

$$ROE_{lordo} = \frac{T}{C} \times (ROI - i) + i$$

Da essa si ricava che quando $ROI > i$ si può incrementare il ROE aumentando T/C, cioè effettuando investimenti aggiuntivi con capitale di terzi, la cui onerosità risulta per definizione inferiore al rendimento atteso degli investimenti medesimi.

L'effetto di leva semplice sul ROE, dato dalla differenza tra il ROI e il tasso medio della struttura finanziaria i , viene quindi amplificato dall'azione del moltiplicatore T/C.

Massimizzazione del ROE

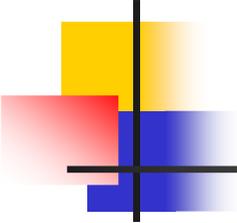


$$ROE_{lordo} = \frac{T}{C} \times (ROI - i) + i$$

E così, specularmente, in caso di valore negativo della leva semplice si ha una situazione estremamente pericolosa nella quale ogni ulteriore ricorso al capitale di terzi non fa che deprimere la redditività del capitale proprio, fino a condurre l'impresa in una condizione di perdita sempre maggiore.

Osservando la formula, **nella teoria** si potrebbe essere indotti a pensare che il ROE cresca in maniera lineare al crescere di T/C, e che pertanto la convenienza al ricorso al capitale di terzi sia illimitata (c.d. **paradosso della infinita possibilità di indebitamento**).

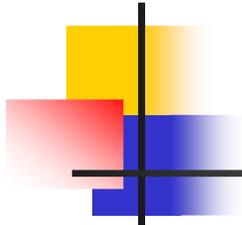
Massimizzazione del ROE



$$ROE_{lordo} = \frac{T}{C} \times (ROI - i) + i$$

Nella realtà, in presenza di un grado di indebitamento crescente, i finanziatori concederanno prestiti ad un tasso di onerosità sempre maggiore. Quindi i è direttamente proporzionale a T/C , cioè il tasso medio di indebitamento tenderà a crescere con l'espansione del ricorso a finanziamenti di terzi.

Massimizzazione del ROE



Tale situazione può essere rappresentata tramite una funzione per cui il tasso i :

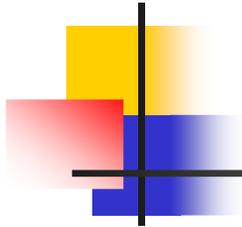
- aumenti a fronte dell'espansione del grado di indebitamento;
- diminuisca in caso di crescita del ROI, il quale rafforza la capacità dell'impresa di far fronte con sollecitudine agli impegni assunti;
- sia ricompreso tra un valore minimo (c.d. *prime rate*, in caso di assenza completa di capitale di terzi), e massimo (*top rate*, oltre quel livello di indebitamento i finanziatori negano la concessione di ulteriori prestiti).

Tale funzione potrebbe presentarsi così:

$$i = \frac{z}{ROI} \times \left(\frac{T}{C} \right)^2 + \text{primerate} - \frac{z}{ROI}$$

dove z non è che un coefficiente di sensibilità dell'onerosità del capitale di terzi i rispetto a variazioni di T/C .

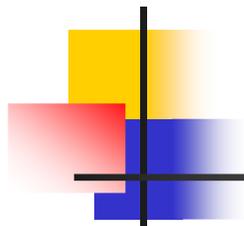
Massimizzazione del ROE



Riscrivendo l'espressione della leva finanziaria alla luce di questa formula, al variare di T/C il ROE non è più una linea retta tendente a infinito, ma traccia una parabola con la concavità rivolta verso il basso e con un punto di massimo che rappresenta il livello di indebitamento fino al quale può essere sfruttato l'effetto leva.

Oltre tale punto di massimo, l'incidenza sfavorevole del progressivo venir meno dell'effetto di leva semplice (dovuto all'incremento di i) vanifica l'azione positiva del moltiplicatore T/C .

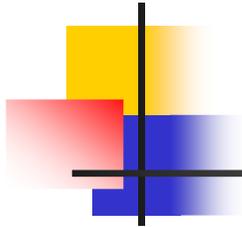
Massimizzazione del ROE



L'analisi della leva finanziaria costituisce un prezioso strumento nella individuazione del corretto mix debiti/mezzi propri, ma i suoi risultati non possono essere assunti e applicati meccanicamente e acriticamente, senza prima aver considerato l'influenza di altri fattori, vincoli e obiettivi.

Il rischio è che si verrebbe a creare una procedura miope e rigida, potenziale fonte nel medio/lungo termine di decisioni inadeguate che potrebbero portare l'impresa allo squilibrio finanziario ed economico.

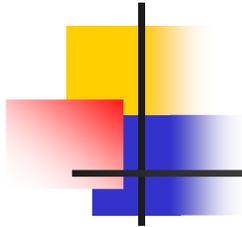
Massimizzazione del ROE



Ciò in quanto il concetto di struttura finanziaria ottimale è necessariamente un concetto relativo; in altre parole l'analisi del *leverage* può consentire l'individuazione del miglior rapporto tra capitale proprio e di terzi nella copertura del fabbisogno d'impresa unicamente in funzione della massimizzazione del ROE.

Ne consegue che il rapporto T/C così determinato non necessariamente è quello ottimale, dal momento che altri obiettivi potrebbero rivestire nell'impresa un ruolo preponderante, o comunque concorrente.

Massimizzazione del valore dell'impresa

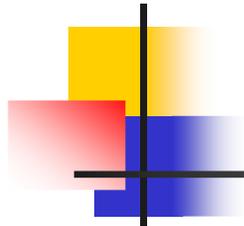


Immaginiamo che qualcuno ci proponga di scegliere uno tra questi due progetti imprenditoriali:

- ◆ **Costruire una bifamiliare e poi rivenderla l'anno successivo**
- ◆ **Prendere in gestione una certa attività commerciale per 6 anni**

Immaginiamo poi che ci aspettiamo dalla nostra attività un rendimento pari al rendimento di un titolo di Stato (4%), quindi – ipoteticamente – privo di rischio, più una sorta di “premio” per il nostro rischio imprenditoriale (5%), per un totale del 9%.

Massimizzazione del valore dell'impresa

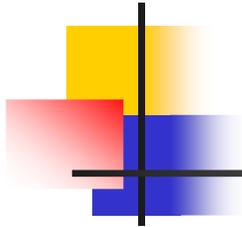


I flussi finanziari dei 2 progetti sono così strutturati nel tempo:

	Costruzione bifamiliare	Attività commerciale
Anno 0	- 900	- 500
Anno 1	+ 1.000 (vendita)	+ 75
Anno 2	-	+ 75
Anno 3	-	+ 75
Anno 4	-	+ 75
Anno 5	-	+ 75
Anno 6	-	+ 375 (cessione attività)

QUALE SCEGLIERE???

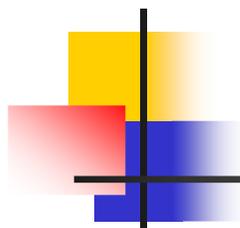
Massimizzazione del valore dell'impresa



Dal momento che i flussi finanziari sono distribuiti nel tempo e che io ho un'aspettativa di rendimento del 9% dalle mie attività, che è quindi pari anche al mio costo-opportunità, devo rendere tutti questi valori omogenei, riportandoli al loro valore ad oggi, cioè al loro **valore attuale.**

Con un linguaggio più appropriato si può pertanto dire che attualizzeremo i flussi al tasso del 9% e sceglieremo tra i 2 progetti quello che presenta il valore più elevato.

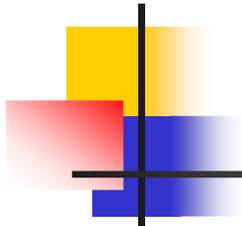
Massimizzazione del valore dell'impresa



Riprendendo i dati dell'esempio: (tra parentesi i valori attualizzati al 9%)

	Costruzione bifamiliare		Attività commerciale
Anno 0	- 900 (- 900,00)		- 500 (- 500,00)
Anno 1	+ 1.000 (+ 917,43)		+ 75 (+ 68,81)
Anno 2	-		+ 75 (+ 63,13)
Anno 3	-		+ 75 (+ 57,91)
Anno 4	-		+ 75 (+ 53,13)
Anno 5	-		+ 75 (+ 48,74)
Anno 6	-		+ 375 (+ 223,60)
TOTALE	<u>17,43</u>	maggiore di	<u>15,32</u>

Massimizzazione del valore dell'impresa



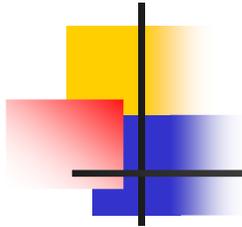
Estendendo tale principio di valutazione, l'intero valore di un'impresa può essere stimato attualizzando i flussi di cassa futuri attesi ad un certo tasso i .

I flussi di cassa FCF (*Free Cash Flow*) generati dall'impresa possono essere stimati come flussi di cassa al netto di spese di esercizio, imposte e ogni investimento in attività fisse e capitale circolante, ma al lordo del pagamento del debito.

Il valore dell'impresa pertanto sarà:

$$\text{Valore} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1+i)^t}$$

Massimizzazione del valore dell'impresa

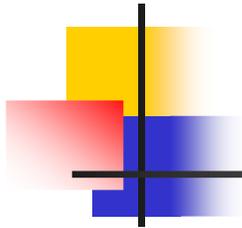


Il tasso di attualizzazione i indicato nella formula non è altro che il **costo medio ponderato del capitale** (WACC, ovvero *Weighted Average Cost of Capital*).

Il WACC è un concetto fondamentale nella finanza, e si presta a 2 usi molto importanti:

- è il tasso di attualizzazione per progetti aziendali, e viene usato come tasso per valutare la **convenienza di un investimento** (v. esempio di prima);
- è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa disponibili di un'azienda, e viene usato per determinare il **valore di un'impresa**.

Massimizzazione del valore dell'impresa



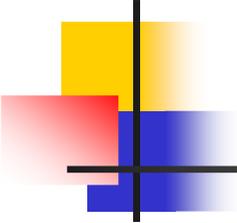
Formula del WACC e sua interpretazione

$$WACC = Ke \frac{E}{E + D} + Kd \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Il WACC è il **costo medio ponderato del capitale**, con ciò intendendo il costo complessivo delle risorse finanziarie, cioè è il tasso di rendimento minimo che l'azienda deve essere in grado di ottenere dai propri investimenti per soddisfare le attese dei propri finanziatori, azionisti o creditori che siano.

Il WACC è una **media** tra il costo del capitale proprio Ke e del costo del capitale di terzi Kd , **ponderata** con le rispettive incidenze del capitale proprio (E) e del capitale di terzi ($D = Pb + Pc$), tenuto conto per quest'ultimo dello scudo fiscale rappresentato dalla deducibilità degli interessi passivi (all'aliquota fiscale t).

Massimizzazione del valore dell'impresa

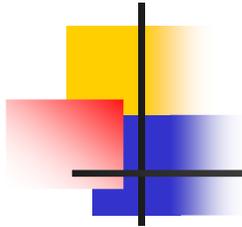


$$WACC = Ke \frac{E}{E + D} + Kd \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

t è l'aliquota d'imposta e va a ridurre il costo del debito in quanto occorre tener conto dell'effetto di scudo fiscale del debito, dovuto alla deducibilità degli interessi passivi (entro certe condizioni, v. regola del ROL art. 96 TUIR).

Osservando la formula del WACC, e ricordando che la struttura finanziaria di un'impresa consiste nel mix debito (D) / capitale proprio (E), si potrebbe pensare che il management tenderà a modificare i valori di D ed E in modo tale da rendere minimo il WACC e massimizzare pertanto il valore dell'impresa.

Massimizzazione del valore dell'impresa

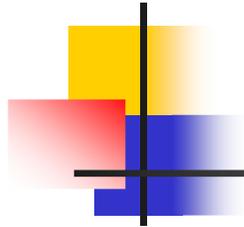


Riprendendo la formula vista prima si avrà pertanto:

$$\text{Valore impresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1+WACC)^t}$$

Si noti come il valore dell'impresa si trovi in rapporto di proporzionalità inversa col WACC. Ciò è facilmente intuibile sul piano delle leggi della finanza in quanto il WACC è usato come fattore di attualizzazione, cioè indica il compenso che si richiede per rinunciare ad un euro oggi per averne la disponibilità tra n anni.

Massimizzazione del valore dell'impresa



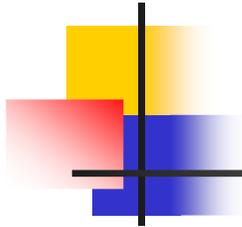
$$\text{Valore impresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1+WACC)^t}$$

Specularmente, se considero il flusso FCF n -esimo disponibile tra n anni, il suo valore oggi sarà tanto maggiore quanto minore è il tasso di attualizzazione (WACC).

Ciò è tanto più facilmente comprensibile se si considera l'assurdo in cui il FCF al tempo n coinciderebbe col FCF al tempo 0 nel caso teorico in cui $WACC = 0$.

In tale ipotesi assurda, in cui vi è perfetta coincidenza tra valore al tempo 0 e valore al tempo n , il tempo non avrebbe alcun valore finanziario, il che è assolutamente falso e irrealistico.

Conclusione

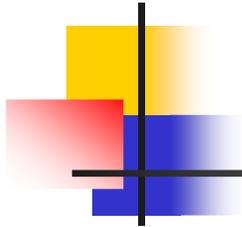


Esiste una struttura finanziaria ottimale?

È una questione ancora aperta nella moderna finanza aziendale, in particolar modo in Italia, e ciò per la presenza di numerosi “falsi miti” e preconcetti in ordine:

- **al presunto eccessivo indebitamento delle imprese italiane rispetto a quelle europee;**
- **alla presunta maggiore vulnerabilità finanziaria delle PMI italiane rispetto alle grandi, in quanto troppo indebitate e troppo squilibrate verso il debito finanziario a breve termine.**

Conclusione



La scelta della struttura finanziaria rappresenta un processo complesso e dinamico, che tiene conto di molti fattori tra loro intercorrelati e variabili nel tempo.

Non esiste una struttura finanziaria ottimale, esiste semmai un range di indebitamento target cui l'impresa può tendere, alla luce di tutta una serie di obiettivi e di vincoli che il management dell'impresa dovrà cercare di individuare e di mettere insieme valutandoli caso per caso.

Sinergie

Studio Associato Commercialisti - Consulenti di Direzione - Consulenti del Lavoro



Associati

Federico Ambrosi
Dott. Rag. Commercialista

Andrea Barbieri
Dottore Commercialista

Paolo Cecchini
Ragioniere Commercialista

Andrea Giannoni
Dottore Commercialista

Moreno Pannacci
Ragioniere Commercialista

Virgilio Puletti
Ragioniere Commercialista

Collaborazioni

Giorgio Ambrosi
Ragioniere Commercialista

Daniele Cherubini
Dottore Commercialista

Fabio Giansanti
Dottore in Economia

Luana Pannacci
Ragioniere

Camilla Rufini
Dottore Commercialista

Giovanni Sommei
Certified Management
Consultant