

Il dimensionamento della struttura finanziaria ottimale di una impresa industriale

Andrea Cardoni
Dipartimento Discipline Giuridiche ed Aziendali
Università degli Studi di Perugia



Programma

- La struttura del capitale: impieghi e fonti nella gestione aziendale
- Lo studio della struttura finanziaria ottimale attraverso l'analisi di bilancio e gli opportuni indicatori



Obiettivi conoscitivi

- Identificare la struttura degli impieghi
- Identificare la struttura delle fonti
- Analizzare e valutare la coerenza e il dimensionamento della struttura finanziaria ottimale attraverso opportuni procedimenti di analisi di bilancio (riclassificazione e calcolo di indicatori)



Pre-requisiti

- Conoscenza dell'azienda e delle fasi della gestione
- Conoscenza degli equilibri finanziari ed economici
- Conoscenza del bilancio di esercizio



Riflessi operativi

Identificare/calcolare/correlare/interpretare

CIN ?	CCN op/Fatturato?	
	CCN fin?	EBITDA ?
	ROI?	
OF/EBITDA?	PFN?	EVA?
CCN op?		



PARTE PRIMA

La struttura del capitale: impieghi e fonti nella gestione aziendale



Finanziamenti e investimenti

Ogni azienda necessita di finanziamenti per attuare le politiche degli investimenti

Rapporto di uguaglianza
Investimenti = Finanziamenti

Finanziamenti: fonti

Fonti

Proprie
Conferito dal proprietario o dai soci
Capitale proprio (rischio)

Di terzi
Ottenuito da banche e altre istituzioni
Capitale di credito

Capitale di finanziamento

Capitale proprio e di credito: le differenze

Profili	Capitale proprio	Capitale di credito
Remunerazione	Variabile, legata ai risultati ottenuti	Stabilità per contratto
Tempi di rimborso	Di norma non sono previsti	Sono stabiliti, sia a b/t che a l/t
Rischio	Pieno, di mancato rimborso o remunerazione	Limitato e subordinato rischio capitale proprio
Modalità conferimento	In denaro o in natura	In denaro
Profilo giuridico ed economico	E' la dotazione dell'azienda	E' un debito

Capitale proprio e di credito: la scelta

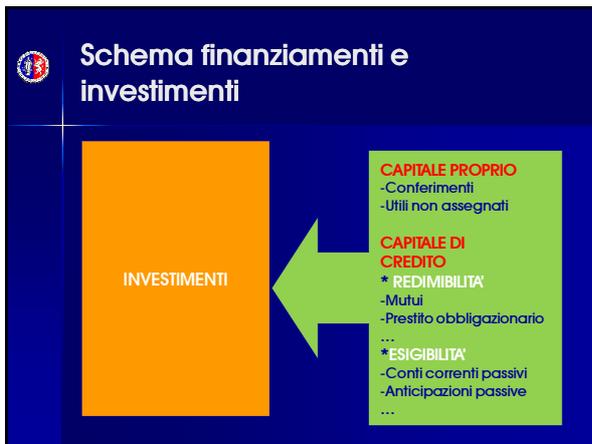
- Ogni azienda deve ricercare la giusta proporzione fra capitale proprio e capitale di credito
- La scelta dipende:
 - Dal rischio che si intende sopportare
 - Dalla capacità di acquisire capitale di terzi
 - Dal tipo di investimenti che si vogliono compiere
 - Dalla durata degli investimenti stessi
 - Dalla forza economica dell'azienda

Capitale proprio

- E' la prima risorsa dell'azienda
- Senza il capitale iniziale non può prendere avvio l'attività produttiva
- Le sue caratteristiche lo rendono vantaggioso in termini gestionali (destinazione verso investimenti rischiosi e/o di lungo periodo)
- Il capitale proprio non è immodificabile
- Le variazioni possono essere legate:
 - a nuove politiche di gestione (un ampliamento degli investimenti)
 - alla perdita o all'aumento a seguito della gestione

Capitale di credito

- Si ricorre a tale risorsa quando il capitale proprio è insufficiente
- Molte le forme tecniche:
 - di lungo periodo, più di 12 mesi (mutui, leasing, prestiti obbligazionari) c.d. REDIMIBILITA'
 - di breve periodo, meno di 12 mesi (conti correnti, anticipazioni, s.b.f., ...) c.d. ESIGIBILITA'
- Le redimibilità sono meno onerose (eccezione per il leasing) e da abbinare a investimenti di lunga durata
- Le esigibilità sono più onerose e da abbinare a investimenti di breve durata



- ## Investimenti
- Classificazione:
- I. di costituzione: legati allo start up aziendale
 - I. di sostituzione: legati al logorio fisico ed economico degli impianti (senescenza)
 - I. di ammodernamento: legati al superamento tecnologico (obsolescenza)
 - I. di espansione: legati ad obiettivi ampliamento delle strutture aziendali
 - I. strategici: legati ad innovazioni di processo e di prodotto
 - I. di rendimento: legati al conseguimento di utili, non necessariamente legati all'attività produttiva

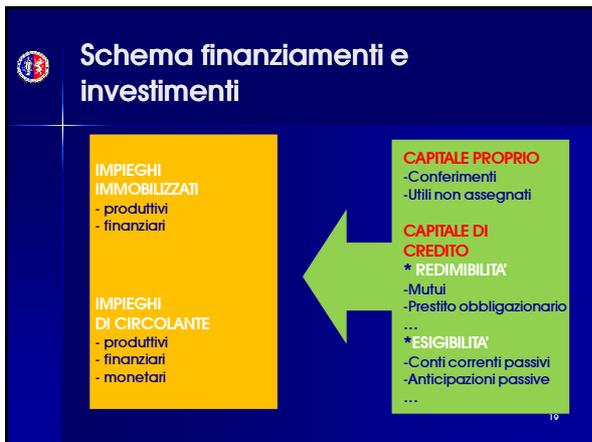
- ## Investimenti in fattori produttivi
- I fattori produttivi: beni materiali e immateriali necessari per lo svolgimento dei processi di produzione e di erogazione
 - La loro partecipazione all'attività è misurata dalla "cessione di servizi" di cui sono dotati
 - Ogni fattore produttivo ha una capacità massima di "servizi" da cedere
 - Una volta esaurita tale capacità, il fattore deve essere riacquisito o sostituito
 - Gli investimenti in fattori produttivi si distinguono sulla base di due parametri:
 - Tempi di cessione dei servizi o di "esaurimento"
 - Tempi di recupero tramite l'attività di impresa



Fattori produttivi: differenze

Profili	fecondità semplice	fecondità ripetuta
Partecipazione ai cicli produttivi	Un solo ciclo di produzione	Più cicli di produzione
Cessione di servizi	Completa e non frazionabile	Parziale in un ciclo di produzione
Rigenerazione	Immediata, al termine del singolo ciclo di produzione	Frazionata nei vari cicli di produzione, cui partecipano
Tempi di rinnovo	Brevi, di norma entro 12 mesi	Medio lunghi, superiori a 12 mesi
Denominazione	Circolante	Immobilizzazioni

- ## Gli investimenti finanziari
- Si tratta di investimenti che non riguardano direttamente lo svolgimento dei processi di produzione
 - Consistono:
 - Concessione di prestiti a terzi (crediti di finanziamento)
 - Acquisto di titoli obbligazionari pubblici e privati
 - Investimenti in altre imprese (partecipazioni)
 - Le ragioni di tali investimenti:
 - eccesso di moneta
 - maggiori opportunità reddituali
 - ...
 - Si distinguono in base al tempo e la destinazione economica in circolante o immobilizzazioni



PARTE SECONDA

Lo studio della struttura finanziaria ottimale attraverso l'analisi di bilancio e gli opportuni indicatori

Le analisi di bilancio

Bilancio di esercizio rappresenta un documento di minima ma attendibile informazione sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa.

Lo studio della situazione di equilibrio aziendale deve venire compiuto attraverso: i) la conoscenza delle modalità di formazione delle singole poste; ii) L'elaborazione dei dati di bilancio.

Le analisi di bilancio

La struttura civilistica del bilancio non consente di ottenere con immediatezza e dettaglio la conoscenza degli aspetti della gestione e valutare i necessari livelli di coerenza tra fonti e impegni.

Allo scopo vengono compiute elaborazioni che si avvalgono di tecniche di riclassificazione degli schemi di bilancio e di determinazioni di indici e di flussi (Analisi di bilancio)

Finalità principale: rilevare lo stato di salute per scopi di controllo, programmazione e valutazione

Il valore operativo delle analisi

segue

La serie di bilanci è necessaria in quanto:

- l'azienda è un fenomeno di tempo, ciò che interessa non è l'entità assoluta di un fenomeno quanto il suo trend evolutivo o involutivo
- i bilanci da comparare non dovrebbero superare il numero di tre o cinque (elementi distorsivi: inflazione)
- la serie può essere:
 - storica, ai fini del controllo
 - prospettica, ai fini della programmazione

Le riclassificazioni di SP

Scopo: fornire una adeguata rappresentazione degli IMPIEGHI e delle FONTI del capitale dell'impresa

- Le attività esprimono le forme di investimento delle risorse
- Le passività ed il netto esprimono le fonti di provenienza delle risorse

La riclassificazione può avvenire secondo la logica:

- finanziaria
- gestionale



Le riclassificazione del CE

Scopo: esaminare la progressiva formazione del RN, attraverso il confronto fra componenti positivi e negativi delle specifiche aree, in cui è suddivisibile la gestione:

- 1) Ordinaria o caratteristica
- 2) Finanziaria
- 3) Accessoria o patrimoniale
- 4) Straordinaria
- 5) Fiscale

La riclassificazione può avvenire secondo la logica:

- 1) Valore aggiunto
- 2) Funzionale
- 3) Margine di contribuzione

25



Le analisi di bilancio per indici

Gli indici sono costruiti con lo scopo di fornire uno strumento informativo, sia per gli interni che per gli esterni, di tipo qualitativo e quantitativo sulla situazione:

- = Economica
- = Finanziaria
- = Patrimoniale
- = Strutturale

26



Le analisi del corretto dimensionamento

L'analisi sul corretto dimensionamento della struttura finanziaria può avvenire con:

1. Riclassifica dello S.P. "finanziaria" e relativi indici – PROSPETTIVA TRADIZIONALE
2. Riclassifica dello S.P. "gestionale" + riclassifica C.E. a "valore aggiunto" e relativi indici – PROSPETTIVA EVOLUTA
3. Calcolo dell'economic value added (E.V.A.) – PROSPETTIVA STRATEGICA

27



Prospettiva tradizionale

Il margine che consente di verificare l'equilibrio finanziario di breve periodo è il capitale circolante netto:

$$C.C.N. = Ac - E$$

o in termini di copertura finanziaria delle immobilizzazioni

$$C.C.N. = C + R - I$$

Significato:

- a) il valore deve essere positivo
- b) se negativo: squilibrio legato al fatto che elementi di (I) sono finanziati con (E)
- c) in generale, l'eccedenza di (Ac) su (E) dovrebbe essere quasi pari al valore delle (D)
- d) il significato del margine dipende da una corretta analisi delle sue complesse determinanti

28



Indici finanziari: schema generale

$CCN = L + D - E$	$CCN = C + R - I$
$(L+D)/E$ = Indice di disponibilità (Liquidità relativa)	C/I = indice cop. secco immobilizz.
$(L+D^*)/E$ = acid test ratio	$(R+C)/I$ = indice cop. rel. immob.
L/E = indice liquidità corrente	CCN/I = margine cop. immob.
CCN/E = margine liquidità rel.	I/C = inverso ind. cop. secco imm.
Cons. Mat/giac. media scorte = tasso rotazione scorte	Ms/C = grado di protezione delle immobilizzazioni
$E/(L+D)$ = inverso indice liq. relativa	T/C = rapporto indebitamento

29



Prospettiva evoluta

Si basa sui seguenti passaggi tecnici:

- Riclassifica dello S.P. "gestionale"
- Riclassifica del C.E. a "valore aggiunto" con evidenza dell'EBITDA
- Calcolo di alcuni importanti indicatori quali:

1. Incidenza del Capitale Circolante Netto sul fatturato
2. Leva finanziaria
3. Capacità di rimborso
4. Incidenza oneri finanziari su EBITDA

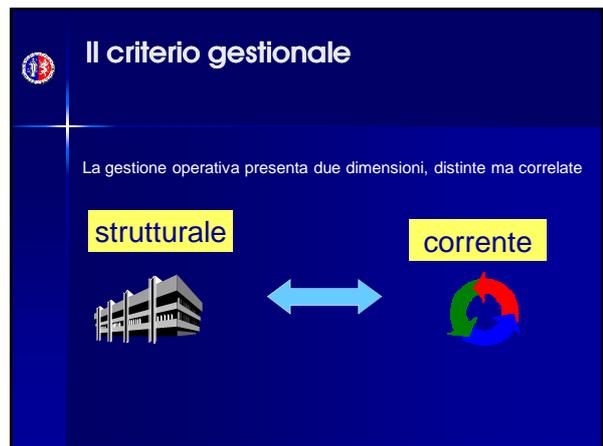
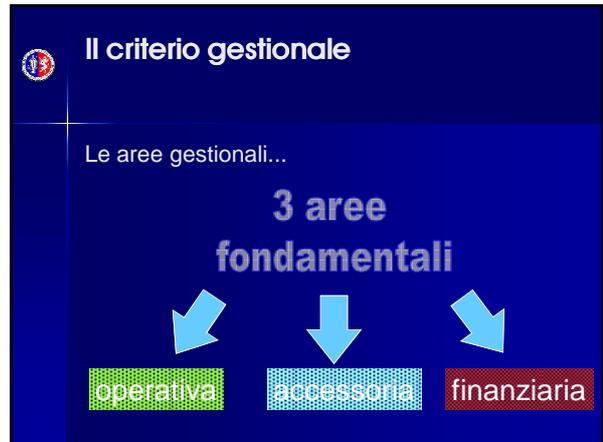
30

PROSPETTIVA EVOLUTA

Stato Patrimoniale "gestionale"

Attività fisse + Imm. immateriali + Imm. materiali + Imm. finanziarie	Patrimonio Netto + Capitale sociale + Riserve +/- Utili (perdite)
Capitale Circolante Netto + Rimanenze + Crediti v/clienti - Debiti v/fornitori - Fondo TFR	Posizione Finanziaria Netta + Debiti v/banche a breve + Debiti v/banche a m/l termine - Liquidità e attività finanziarie
Capitale Investito Netto	Capitale Investito Netto

Influenza dinamiche di business (strategia industriale) Influenza mercati finanziari (strategia finanziaria)



Riclassificazione CE art. 2425

Il Conto economico civilistico:

- valore produzione effettuata, classificazione per natura
- non contiene una area atipica-patrimoniale
- non è definito il RO
- concetto straordinario è inteso "estraneo alla gestione caratteristica"

Per la riclassificazione ci si riferisce al modello della produzione effettuata

A) Valore della produzione:
 A5) Ci sono elementi sia accessori (fitti) che straordinari (plusvalenze o contributi)

35

Riclassificazione CE art. 2425

B) Costi della produzione:
 B10c) Svalutazione immobilizzazione è straordinaria
 B14) Ci sono elementi sia accessori che straordinari

C) Proventi e oneri finanziari:
 C15 e C16b/c) I proventi da partecipazione, da titoli si possono considerare anche accessori-patrimoniali

D) Rettifiche di valore di attività finanziarie:
 Potrebbero rientrare fra le poste straordinarie (con esclusione di quelle legate al metodo del PN)

E) Proventi e oneri straordinari:
 Potrebbero contenere elementi di carattere accessorio, si pensi ai fitti attivi da abitazioni civili

36



Riclassificazione del CE

Il risultato netto della gestione caratteristica prende il nome di REDDITO OPERATIVO

L'importanza della ripartizione dipende dal diverso peso che ciascuna area ha per la valutazione dello stato di salute:

- a) $RO > 0$ e $RN > 0$, con RO vicino a RN \Rightarrow buona
- b) $RO < 0$ e $RN < 0$ \Rightarrow grave difficoltà
- c) $RO < 0$ e $RN > 0$ \Rightarrow non si ha solidità economica
- d) $RO > 0$ e $RN < 0$ \Rightarrow può non essere grave se ciò dipende da eventi straordinari, ma se dipende da oneri finanziari va compiuto un risanamento

37



I criteri di riclassificazione del CE

1) **Valore aggiunto**, misura la ricchezza creata, sottraendo ai ricavi i costi dei fattori esterni. Permette di verificare il processo di distribuzione della ricchezza fra i vari partecipanti all'attività (lavoro, capitale fisso, capitale di terzi, proprietario);

2) **Funzionale**, riclassificazione degli oneri e dei proventi sulla base dell'area funzionale da cui derivano, verificando i risultati dei vari centri operativi. Si ha una classificazione per destinazione. Richiede l'uso della ³⁸ contabilità analitica



I criteri di riclassificazione del CE

3) **Margine di contribuzione**, necessità di separare i costi fissi dai variabili. Ciò avviene solo con semplificazioni (ammortamenti, canoni, fitti, R&S, pubblicità, spese amministrative).

39



I criteri di riclassificazione del CE

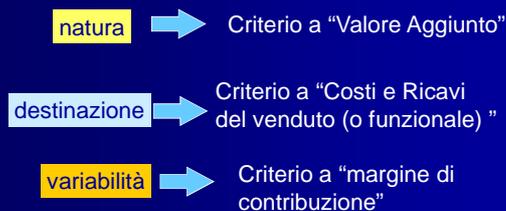
Osserviamo come la classificazione dei costi operativi... può seguire tre logiche:

esempio:



I criteri di riclassificazione del CE

...possiamo di conseguenza riclassificare il Conto Economico **secondo tre logiche:**



Riclassificazione a Valore aggiunto

```

+ VALORE DELLA PRODUZIONE
- COSTI ESTERNI DELLA PRODUZIONE
= VALORE AGGIUNTO
- SPESE PER IL PERSONALE
= MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL o EBITDA)
- AMMORTAMENTI ED ACCANTONAMENTI
= REDDITO OPERATIVO (EBIT)
- ONERI E PROVENTI FINANZIARI, PATRIMONIALI, STRAORDINARI
= REDDITO ANTE IMPOSTE (RAI)
- ONERI TRIBUTARI
= REDDITO NETTO

```

42



Riclassificazione Funzionale

+ VALORE DELLA PRODUZIONE
 - COSTO DEL VENDUTO
 = UTILE LORDO INDUSTRIALE
 - SPESE COMMERCIALI
 - SPESE GENERALI ED AMMINISTRATIVE
 = REDDITO OPERATIVO (EBIT)
 - ONERI E PROVENTI FINANZIARI, PATRIMONIALI, STRAORDINARI
 = REDDITO ANTE IMPOSTE (RAI)
 - ONERI TRIBUTARI
 = REDDITO NETTO

43



Riclassificazione a Margine di Contribuzione

+ VALORE DELLA PRODUZIONE
 - COSTI VARIABILI
 = MARGINE DI CONTRIBUZIONE
 - COSTI FISSI
 - ONERI E PROVENTI FINANZIARI, PATRIMONIALI, STRAORDINARI
 = REDDITO ANTE IMPOSTE (RAI)
 - ONERI TRIBUTARI
 = REDDITO NETTO

44



Analisi della dinamica del capitale circolante netto operativo

- il capitale circolante viene qui inteso nell'accezione gestionale, come flusso di capitale assorbito dal ciclo acquisto-produzione-vendita (bilancio di "pertinenza gestionale")
- differenza tra CCN "finanziario" e CCN "operativo"
- un CCN operativo positivo significa assorbimento di finanza legato alla gestione, normalmente legato ai tempi di rigiro delle posto clienti, magazzino e fornitori

45



Analisi della dinamica del capitale circolante netto operativo

Per analizzare la dinamica di evoluzione del capitale circolante netto operativo è opportuno calcolare il seguente indice:

CCN op/Fatturato

Valore segnaleico

- un incremento del CCN operativo sul fatturato può interpretare come disequilibrio finanziario, poiché:

- 1) Scadimento della posizione di mercato: aumento l'inventario = + magazzino
- 2) Allungamento dei tempi di incasso = + crediti v/clienti
- 3) Indisponibilità dei fornitori a concedere dilazione = - debiti v/fornitori



Analisi della capacità di rimborso

Per analizzare la coerenza della composizione della struttura finanziaria un ulteriore indicatore che spesso viene utilizzato è il seguente:

PFN/EBITDA

Valore segnaleico

- È un indicatore sul rapporto che esiste tra il totale di capitale di debito raccolto presso gli intermediari finanziari e creditizi e i flussi di cassa lordi che la gestione aziendale produce
- in senso intuitivo misura il numero di anni che l'azienda dovrebbe impiegare per ripianare il suo debito finanziario andando ad utilizzare l'ammontare delle risorse finanziarie prodotte in un esercizio

47



Analisi dell'incidenza oneri finanziari su EBITDA

Una altra misura degli equilibri finanziari e delle corrette dinamiche di indebitamento è rappresentata:

OF/EBITDA

Valore segnaleico

- serve per verificare la "tensione finanziaria".
- questa è inversamente proporzionale al rapporto tra margini operativi e oneri finanziari. È un indicatore chiaro sulla capacità dell'azienda di sopportare il costo del debito
- preferibile al tradizionale indicatore OF/V, che può risultare fuorviante
- a titolo di esempio: è il primo presidio di controllo nello schema di giudizio di Standard & Poor's

48

Prospettiva Strategica - Struttura finanziaria e valore dell'impresa

Uno degli indicatori ritenuti più evoluti e completi per valutare i profili di coerenza complessiva tra struttura delle fonti, degli impieghi e relativi rendimenti/costi è il seguente:

EVA (%) = NOPAT/CIN – W.A.C.C.

- si parte dal presupposto che l'equilibrio si ha in corrispondenza delle scelte finanziarie che producono performance economiche superiori a quelle attese dal mercato dei capitali
- "teoricamente" il valore dell'impresa è invariante rispetto alla struttura finanziaria, ma con le imperfezioni del mercato si può trovare un punto di ottimo per massimizzare il valore

49

Struttura finanziaria e valore dell'impresa

Valore segnalitico

- È l'ottica della nuova finanza strategica
- Occorre saper calcolare correttamente il costo del capitale e attribuire adeguatamente il valore di competenza creato nei singoli esercizi
- consente di connettere il profilo finanziario alle ordinarie operazioni di gestione aziendale: una decisione di qualsiasi natura è vantaggiosa se concorre ad innalzare il valore complessivo

50

Le componenti dell'Economic Value Added

NOPAT → Reddito operativo netto "normalizzato" - (può essere approssimato da EBIT - imposte)

WACC →
$$\frac{PFN}{PFN + PN} \times cd + \frac{PN}{PFN + PN} \times ck$$

In cui:
 PFN = posizione finanziaria netta
 PN = patrimonio netto
 cd = Costo del capitale di terzi
 ck = Costo del capitale proprio

CIN → Costo del capitale proprio + Costo del capitale finanziario di terzi (PFN)

L'impatto della struttura finanziaria

Calcolo del W.A.C.C. in relazione da un certo livello di leva finanziaria

	VALORI (C)	Costo	Mix	Costo Medio Ponderato (W.A.C.C.)
Posizione Finanziaria Netta	20.000,00	5%	20%	1%
Patrimonio Netto	80.000,00	10%	80%	8%
TOTALE	100.000,00			
COSTO DEL CAPITALE INVESTITO (W.A.C.C.) CON LEVA	0,25			9%

* LEVA FINANZIARIA = Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio Netto

L'impatto della struttura finanziaria

Variazioni del W.A.C.C. in corrispondenza a diversi livelli di leva finanziaria

LEVA FINANZIARIA	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA		PATRIMONIO NETTO		W.A.C.C.
	COSTO	% Incidenza	COSTO	% Incidenza	
0,25	5%	20%	10%	80%	9%
0,67	5%	40%	10%	60%	8%
1,50	5%	60%	10%	40%	7%
4,00	8%	80%	10%	20%	8%

