



# Scuola di Formazione alla Professione di Dottore Commercialista

Marco Rosabella

## Determinazione di Impieghi e Fonti

Perugia, 14 Dicembre 2017

## **1. Introduzione**

1.1 Lo stato patrimoniale come fonti e impieghi

## **2. Gli impieghi**

2.1 La struttura degli impieghi

2.2 La gestione degli elementi del circolante

2.3 Gli indici di rotazione

2.4 Gli investimenti totali

2.5 Il rendimento degli impieghi

## **3. Le fonti**

3.1 La struttura delle fonti

3.2 Il costo delle fonti – costo del capitale proprio

3.3 Il costo delle fonti – costo del debito

3.4 Il costo delle fonti – costo medio ponderato del capitale

3.5 Gli indici di liquidità

3.6 Gli indici di solidità

3.7 Il panorama delle imprese nazionali ed il mercato regolamentato

3.8 Le opzioni di finanziamento

3.9 Il ciclo di vita e natura delle fonti di finanziamento (capitale proprio)

3.10 La quotazione come scelta strategica

3.11 I vantaggi e svantaggi della quotazione

3.12 I mercati di Borsa Italiana

## **1. INTRODUZIONE**

---

## 1.1 LO STATO PATRIMONIALE COME FONTI E IMPIEGHI

### RICLASSIFICAZIONE S.P. A SEZIONI CONTRAPPOSTE

Per una maggiore precisione nella compilazione del bilancio dobbiamo definire un criterio di riclassificazione delle varie poste attive e passive:

CRITERIO DELLA LIQUIDITÀ: attitudine delle attività a trasformarsi in denaro contante

CRITERIO DELLA ESIGIBILITÀ: velocità di scadenza del debito

LA SEZIONE ATTIVITÀ contiene le voci patrimoniali materiali ed immateriali, tecniche e finanziarie di proprietà dell'azienda ed i diritti che essa vanta nei confronti di terzi

LA SEZIONE PASSIVITÀ contiene l'elencazione di tutti i diritti che i terzi e gli azionisti vantano sui beni aziendali. I primi sono conteggiati come «debiti»; i secondi come «patrimonio netto».

Tali schemi (riportati nel codice civile) sono coerenti con la funzione del bilancio di esercizio, la cui redazione e pubblicazione fungono da «contrappeso» al beneficio, concesso alle società di capitali, della responsabilità limitata.

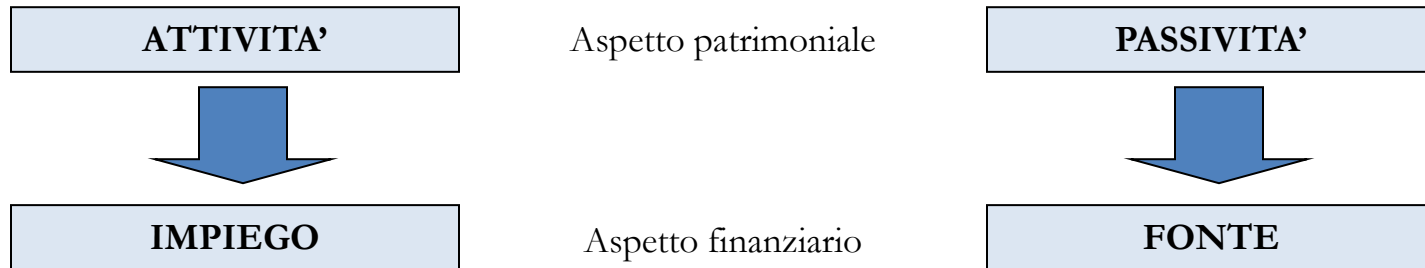
L'introduzione della personalità giuridica, infatti, realizzata per agevolare l'attività d'impresa (e la crescita economica), necessita di meccanismi di tutela dei creditori che, in gran parte, sono costituiti da obblighi informativi (appunto, il bilancio).

## 1.1 LO STATO PATRIMONIALE COME FONTI E IMPIEGHI



## 1.1 LO STATO PATRIMONIALE COME FONTI E IMPIEGHI

### VI E' UN MODO DIVERSO DI LEGGERE L'AZIENDA: FONTI E IMPIEGHI



### MODELLO DI RICLASSIFICAZIONE FONTI-IMPIEGHI

La situazione patrimoniale può esser letta, inoltre, come la somma dei beni che l'impresa utilizza (impieghi - capitale investito) e come l'insieme dei mezzi di cui l'impresa si serve per finanziare la gestione (fonti).

### QUESTO SCHEMA DI RICLASSIFICAZIONE CONSENTE DI QUANTIFICARE:

- Gli impieghi necessari per la realizzazione del business;
- Le fonti di finanziamento utilizzate per la copertura dei fabbisogni.

E' uno schema che, rispetto a quello civilistico, risponde a domande diverse e assolve a differenti funzioni.

## 1.1 LO STATO PATRIMONIALE COME FONTI E IMPIEGHI

### IMPIEGHI

- + ATTIVO CORRENTE
- CREDITI COMMERCIALI
  - SCORTE
  - ALTRE ATTIVITA' OPERATIVE

- PASSIVO CORRENTE
- FORNITORI B.T.
  - DEBITI B.T. DELLA GESTIONE

**CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (CCN)**

+ IMMOBILIZZ. NETTE

- DEBITI M/L OPERATIVI (TFR, ECC...)

**CAPITALE IMMOBILIZZATO NETTO**

**CAPITALE INVESTITO NETTO**

### FONTI

- DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE:
- BANCHE (E RATE MUTUO IN SCADENZA)
  - ALTRI DEBITI
  - - ATTIVI C.C. E CASSA

- DEBITI FINANZIARI A MEDIO/LUNGO:
- MUTUI
  - ALTRI PRESTITI

**DEBITO**

PATRIMONIO NETTO  
RISERVE

**EQUITY**

**TOTALE FONTI FINANZIARIE**

## 1.1 LO STATO PATRIMONIALE COME FONTI E IMPIEGHI

IMPIEGHI		FONTI	
ATTIVO CORRENTE	CREDITI COMMERCIALI AL NETTO DI DEBITI COMMERCIALI	BANCHE C/PASSIVO AL NETTO DI CASSA E BANCHE	PASSIVO FINANZIARIO CORRENTE
	SCORTE	DEBITI FINANZIARI A LUNGO	PASSIVO FINANZIARIO A M/L TERMINE
IMMOBILIZZAZIONI	IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE	CAPITALE SOCIALE E RISERVE	CAPITALE PROPRIO
	IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI E FINANZIARIE AL NETTO DI T.F.R.		

Osservazioni:

- 1) I debiti verso fornitori e le altre passività a breve sono riclassificate (con il segno meno) nell'attivo corrente per evidenziare l'investimento in capitale circolante
- 2) I debiti a m/l della gestione (T.F.R.) sono riclassificati (con il segno meno) all'interno del capitale immobilizzato
- 3) Nella sezione del passivo oltre al patrimonio netto, sono iscritti esclusivamente i debiti finanziati

Sostanzialmente si iscrivono tra gli impieghi i valori (con segno + o -) che dipendono dalla conduzione del business e, tra le fonti, i valori che dipendono da scelte finanziarie

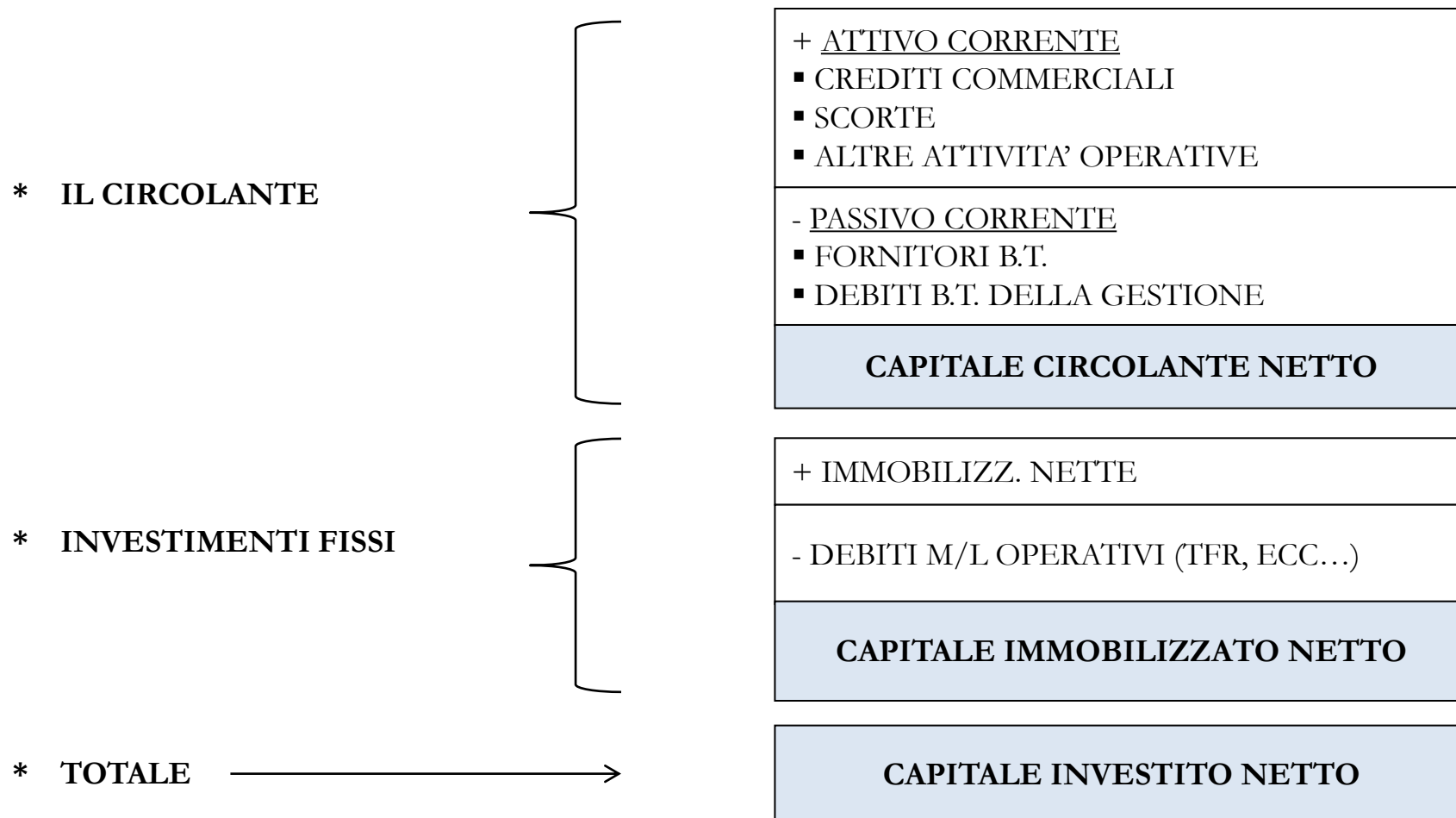


## **2. GLI IMPIEGHI**

---

## 2.1 LA STRUTTURA DEGLI IMPIEGHI

I principali investimenti aziendali sono:



### INVESTIMENTI IN CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

$$\text{CREDITI COMMERCIALI} + \text{SCORTE} + \text{RATEI ATTIVI} + \text{RISCONTI ATTIVI} =$$
$$\text{CAPITALE CIRCOLANTE LORDO (Gross Working Capital)}$$
$$\text{DEBITI VERSO FORNITORI} + \text{ALTRI DEBITI DELLA GESTIONE (RATEI PASSIVI, RISCONTI PASSIVI)}$$
$$=$$

### CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

**L'investimento in circolante tende a sfuggire al controllo**, perché è costituito da “investimenti” relativamente poco appariscenti che sono il frutto delle scelte non di pochi e ben definiti personaggi, ma dell'intera organizzazione, cioè di tutti i membri dell'azienda dal venditore all'operatore di linea. **(Casi: direttori commerciali, direttori produttivi, ufficio acquisti).**

**Al contrario** il circolante è una grandezza che esprime un fondamentale investimento aziendale e come tale deve essere oggetto di previsione. Sul capitale circolante vanno prese decisioni in modo consapevole impiegando il calcolo economico e su di esso va impostato un efficace sistema di programmazione e controllo.

### INVESTIMENTI FISSI

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI + IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI +  
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

DEBITI STRUTTURALI DELLA GESTIONE (T.F.R.)

=

**INVESTIMENTI**

**Immobilizzazioni materiali:** tangibili e programmate. Immobili, macchine industriali, macchine di struttura. Valutazione a costo storico o di sostituzione; residua possibilità di utilizzazione.

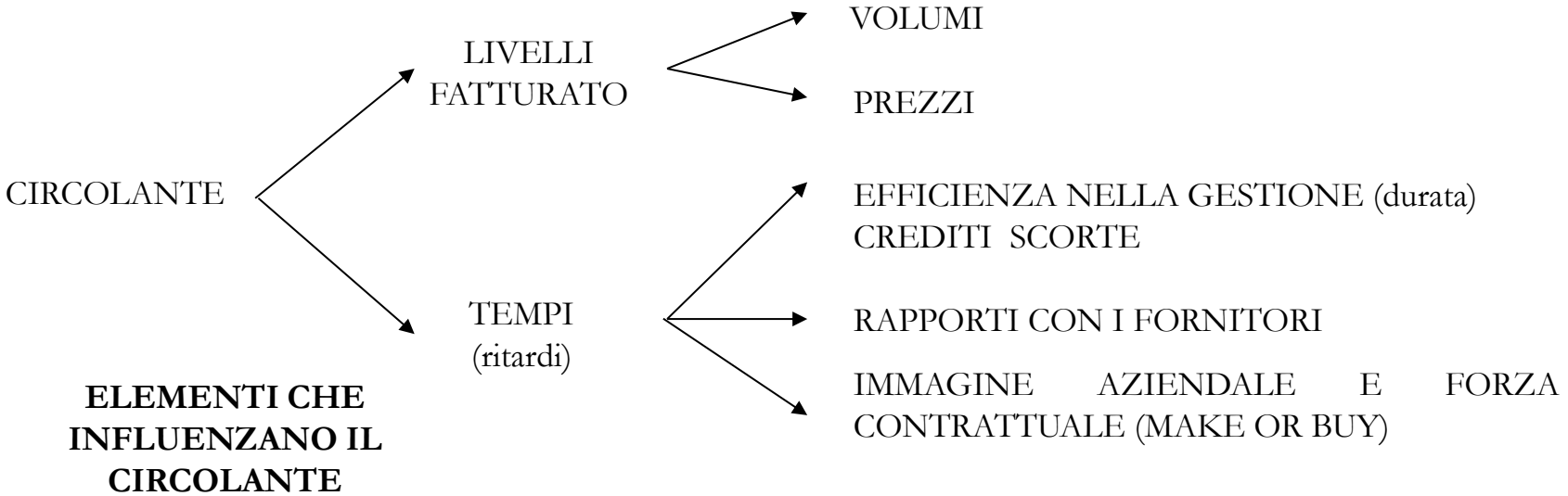
**Immobilizzazioni immateriali:** intangibili. Acquistate (avviamento, marchio); autoprodotte (costi capitalizzati (...), brevetti prodotti, know how). Valutazione costo storico o di riproduzione; residua possibilità di utilizzazione.

**Immobilizzazioni finanziarie:** differenziate. Crediti immobilizzati, caparre, depositi cauzionali, titoli iscritti tra le immobilizzazioni e non nel circolante.

# 2.2 LA GESTIONE DEGLI ELEMENTI DEL CIRCOLANTE

La gestione degli elementi del circolante va gestita sia in chiave strategica che in quella più propriamente direzionale.

- A) **Aspetto strategico**  
occorre valutare il peso dei singoli elementi del circolante netto operativo nell'ambito di un certo profilo strategico
- B) **Aspetto direzionale**  
quando si programma e si controlla il livello dei singoli elementi costituenti del CCN, occorre effettuare calcoli di convenienza prospettica (in sede di budgeting) e definire parametri obiettivo per i responsabili
- C) **Aspetto operativo**  
rappresenta la serie di interventi sulla produzione, sulla distribuzione, sull'amministrazione volta a realizzare il lavoro esecutivo



## 2.2 LA GESTIONE DEGLI ELEMENTI DEL CIRCOLANTE

**CREDITI COMMERCIALI:** i quesiti che si dovrebbe porre il management in sede di definizione di una strategia commerciale sono:

- è necessario o meno vendere a credito?
- si intende utilizzare in modo aggressivo la politica del credito?
- quali condizioni generali di riscossione scegliere?
- quali rischi comporta tale politica?
- quali risultati, in termini di aumento della quota mkt o di vendite, possono essere ragionevolmente conseguiti?
- vi sono le risorse finanziarie per realizzare tale politica?

Il credito commerciale non va visto soltanto come investimento da ridurre drasticamente, ma come mezzo per conseguire durature posizioni di mercato. Occorre, quindi, sulla base di attente scelte strategiche mettere a punto una politica generale del credito commerciale formulata in stretta aderenza con altre politiche soprattutto commerciali, da perseguire nel tempo con la conquista ed il mantenimento dei vantaggi competitivi.

Analogamente vanno assunte decisioni strategiche coerenti in relazione alle **SCORTE** ed ai **DEBITI COMMERCIALI**.

## 2.2 LA GESTIONE DEGLI ELEMENTI DEL CIRCOLANTE

AGGREGATO	VARIABILI	SOGGETTI COINVOLTI	OBIETTIVI
Crediti	Volumi; prezzi; durata; competitors	Commerciali	Massimizzazione fatturato
		CFO	Minimizzazione impieghi (MLT) e disponibilità di cassa (BT)
		Amministrazione	Incasso
		Cliente	Massimizzare durata
		Management e proprietà	Rapporti con la clientela
Scorte	Volumi, costi, ciclo produttivo e commerciale, rapidità dei fornitori	Commerciali	Rapidità del servizio, adeguato numero di referenze
		CFO	Minimizzazione impieghi (MLT) e disponibilità di cassa (BT)
		Logistica	Ottimizzazione gestione produttiva
Debiti commerciali	Volumi, costi, ciclo produttivo e commerciale, rapidità dei fornitori	Ufficio acquisti	Minimizzare i prezzi
		CFO	Minimizzazione impieghi (MLT) e disponibilità di cassa (BT)
		Fornitori	Minimizzare durata

## 2.3 GLI INDICI DI ROTAZIONE

### Rotazione delle scorte

Durata delle scorte =  $(\text{scorte} / \text{acquisti}) \times 360$

### Rotazione dei crediti

Durata dei crediti =  $(\text{crediti} / \text{vendite}) \times 360$

### Rotazione dei debiti

Durata dei debiti =  $(\text{debiti} / \text{acquisti}) \times 360$

### Rotazione dell'attivo immobilizzato

Rotazione dell'attivo immobilizzato =  $\text{Ricavi} / \text{Attivo Immobilizzato}$

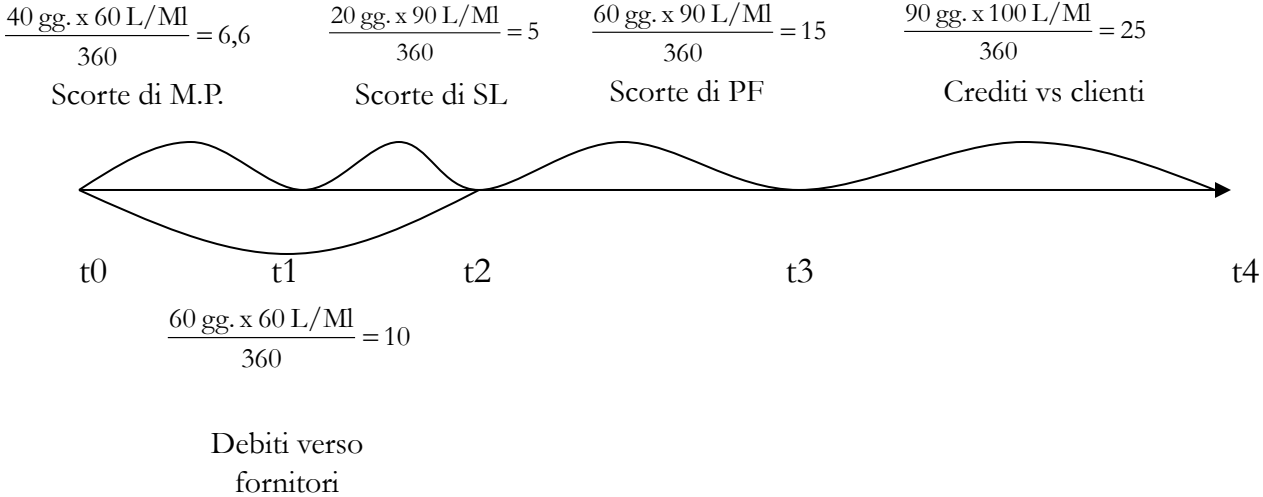
### Rotazione dell'attivo totale

Rotazione attivo totale =  $\text{Ricavi} / \text{Attivo Totale}$



# 2.3 GLI INDICI DI ROTAZIONE

## GESTIONE DEL CIRCOLANTE



CE	
FATTURATO	100
C.MAT. PRIME	60
ALTRI COSTI OP.	30
TOTALE COSTI	90
UTILE	10

DURATA	
CLIENTI	90
SCORTE M.P.	40
SCORTE S.L.	20
SCORTE P.F.	60
FORNITORI	60

CALCOLO DEL FABBISOGNO PER CIRCOLANTE (L/ML)	
FORNITORI	(10,0)
SCORTE MP	6,6
SCORTE SL	5
SCORTE PF	15
<u>CLIENTI</u>	<u>25</u>
CAPITALE CIRCOLANTE	
NETTO	41,6

## 2.4 GLI INVESTIMENTI TOTALI

Valori in EURO	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4
Immobilizzazioni immateriali	270.000	243.000	308.700	367.830
Immobilizzazioni materiali	1.239.375	1.225.703	1.213.740	1.203.273
Immobilizzazioni finanziarie	50.000	50.000	50.000	50.000
<b>CAPITALE INVESTITO LORDO</b>	<b>1.559.375</b>	<b>1.518.703</b>	<b>1.572.440</b>	<b>1.621.103</b>

Valori in EURO	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4
Clienti	2.717.466	2.958.904	3.082.192	3.210.616
Rimanenze	1.299.658	1.405.479	1.479.452	1.541.096
(Debiti vs Fornitori)	(1.598.877)	(1.734.247)	(1.808.219)	(1.847.260)
Altre attività (passività) correnti	-	-	-	-
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO</b>	<b>2.418.247</b>	<b>2.630.137</b>	<b>2.753.425</b>	<b>2.904.452</b>

La prima parte dei fonti impieghi è relativa agli **impieghi (Capitale Investito Netto – CIN)**, divisi tra impieghi in CCN e impieghi fissi.

La determinazione degli **impieghi fissi** è già stata necessaria per la determinazione degli ammortamenti.

Per determinare il **CCN** è necessario avere alcuni dati relativi alla durata di crediti, scorte e debiti operativi. La **dimensione del CCN** dipende, infatti, da crediti operativi, scorte e (col segno meno) dai debiti verso fornitori. Conoscendo i livelli dei fatturati e degli acquisti, infatti, è possibile determinare il livello di investimento in CCN.

## 2.5 IL RENDIMENTO DEGLI IMPIEGHI

### **Redditività delle Vendite (Return on Sales):**

**ROS** = Reddito operativo / vendite

### **Redditività degli Investimenti (Return on Investment):**

**ROI** = Reddito operativo / capitale investito

**ROIC** = Reddito operativo / capitale investito netto

### **Redditività del Capitale Proprio (Return on Equity):**

**ROE** = Reddito netto / patrimonio netto


## 2.5 IL RENDIMENTO DEGLI IMPIEGHI

**Il rendimento degli impieghi per l'azienda (impieghi = CIN; rendimento = RO)**

$$\text{ROIC} = \text{RO} / \text{CIN} = \text{Reddito Operativo} / \text{Capitale Investito Netto}$$

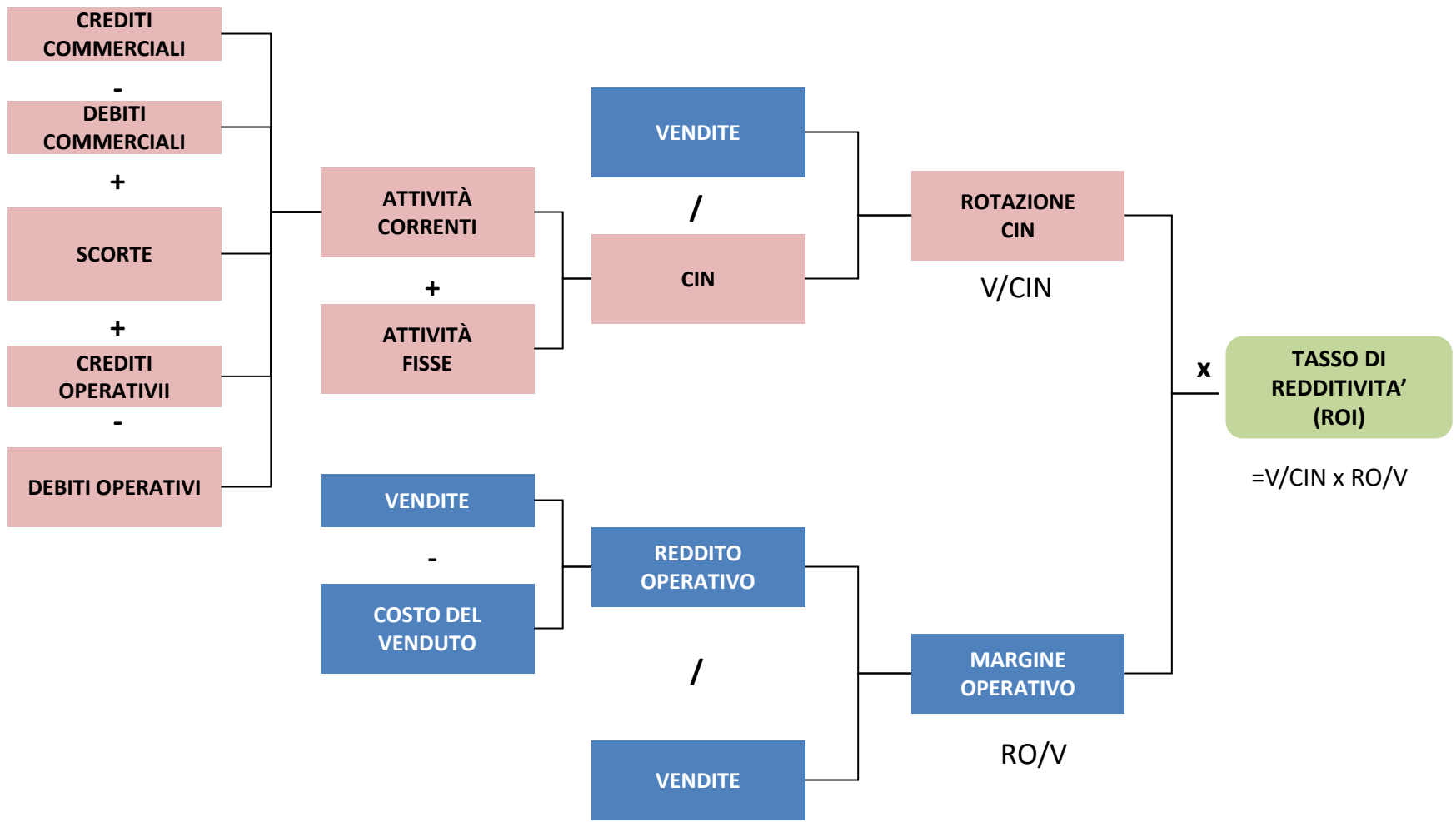
E' significativa una prima scomposizione del ROIC. Moltiplicando e dividendo per le Vendite si ha:

$$\text{ROIC} = \text{RO} / \text{CIN} = \underbrace{\text{RO} / \text{V}}_{\text{Redditività Vendite (Margine Operativo)}} \times \underbrace{\text{V} / \text{CIN}}_{\text{Rotazione CI}}$$



Componente Strutturale                      Misura l'efficienza nella gestione del capitale

# 2.5 IL RENDIMENTO DEGLI IMPIEGHI



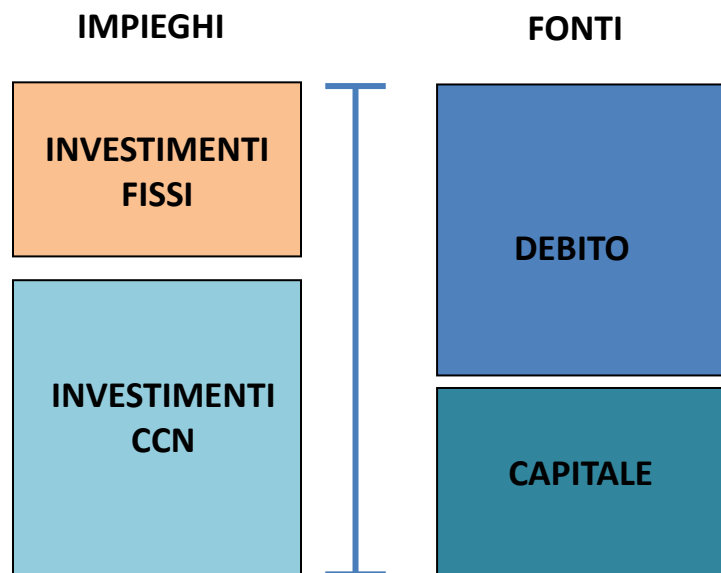
### **3. LE FONTI**

---

## 3.1 LA STRUTTURA DELLE FONTI

Una volta determinato l'insieme degli impieghi (CIN), si è automaticamente determinato l'insieme delle Fonti. Queste si dividono, a loro volta, tra Debito e Capitale Proprio; in realtà le distinzioni possono essere molteplici (strumenti misti) ma, in questa sede, è sufficiente identificare queste due:

- Il **CAPITALE PROPRIO**: Capitale Sociale, riserve, utili non distribuiti.
- Il **DEBITO**: debito bancario (a BT e a MLT, prestiti obbligazionari).



- **L'importo totale delle fonti** di finanziamento **corrisponde**, necessariamente, **all'importo degli impieghi**.
- La **composizione delle fonti**, invece, dipende da considerazioni di disponibilità ed opportunità.
- Il Capitale Proprio viene remunerato con i dividendi (quindi con parte dell'utile); il **Debito**, invece, viene remunerato con **gli oneri finanziari**.

## 3.1 LA STRUTTURA DELLE FONTI

**\* DEBITO**

DEBITI FINANZIARI A BREVE TERMINE:

- BANCHE A BREVE (E RATE MUTUO IN SCADENZA)
- BANCHE AUTOLIQUIDANTI
- ALTRI DEBITI
- - ATTIVI C.C. E CASSA

DEBITI FINANZIARI A MEDIO/LUNGO:

- MUTUI
- ALTRI PRESTITI

**DEBITO**

**\* EQUITY**

PATRIMONIO NETTO  
RISERVE

**EQUITY**

**\* TOTALE**

**TOTALE FONTI**



## 3.1 LA STRUTTURA DELLE FONTI



Lavorare sul capitale proprio è più sicuro ma più costoso,  
lavorare sul debito è meno costoso, ma più rischioso.

Gli obiettivi della determinazione della struttura finanziaria sono:

- reperire fonti sufficienti per il totale degli impieghi richiesti dal business;
- Determinare il mix ottimale di fonti di finanziamento.

## 3.2 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO DEL CAPITALE PROPRIO

### **Il costo del capitale proprio:**

- tiene conto del mancato guadagno che l'investitore subisce con il trascorrere del tempo (ad es: rendimento titoli di stato);
- tiene conto del rischio corso.

Il costo del capitale proprio esprime l'utilità minima che l'imprenditore deve ricavare dall'investimento per essere remunerato del mancato guadagno e del rischio corso.

### **Il concetto di rischio**

- rischio generico del mercato per investimenti simili;
- rischio specifico di settore;
- rischio dell'investimento per le specifiche caratteristiche dell'investimento prescelto.

(ad es.: ciclo di vita del prodotto o dell'impresa, tasso di indebitamento, la liquidabilità dell'investimento)

## 3.2 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO DEL CAPITALE PROPRIO

Il **costo del capitale proprio** può essere espresso dalla seguente **formula**:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

**R<sub>f</sub>** = rendimento titoli senza rischio

**R<sub>m</sub>** = rendimento generico del mercato

**R<sub>m</sub> – R<sub>f</sub>** = premio al rischio ossia l'extrarendimento (rispetto a titoli privi di rischio) richiesto dal mercato. Vi sono dati storici relativi al premio al rischio che possono usarsi a base dell'analisi.

**β** = correttivo per tenere conto del rischio specifico del settore e dell'impresa.

Il β esprime la rischiosità dell'impresa rispetto al mercato. Può essere  $> = < 1$

Esistono vari modi per stimare il beta:

- derivare il β dai dati storici di mercato (regression β);
- derivare il β dai fondamentali (bottom-up β);
- derivare il β dai dati contabili (accounting β).

Si può inoltre ricavare il β “adattando” alla struttura finanziaria dell'impresa il β stimato (e pubblicato) per l'intero settore.

## 3.2 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO DEL CAPITALE PROPRIO

### **Derivare il $\beta$ dai fondamentali (bottom-up $\beta$ ).**

Si basa sul presupposto che il  $\beta$ , in quanto rischiosità dell'impresa rispetto al mercato, dipende da tre fattori:

- il tipo di attività;
- la leva operativa (rapporto costi fissi / costi totali);
- la leva finanziaria (rapporto D/E).

### **Un'alternativa: derivare il $\beta$ dai dati contabili (accounting $\beta$ ).**

Si basa su una regressione dei dati contabili di reddito dell'impresa rispetto alla redditività dell'intero mercato sulla base di una tecnica (la regressione) analoga a quella del regression beta.

In questo caso il beta è relativo all'impresa: remunera, quindi, sia per il rischio di settore che dell'impresa.

Ciò a condizione di essere ponderato con la covarianza.

### 3.3 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO DEL DEBITO

#### Il costo del debito:

- misura il costo che l'impresa sostiene per ottenere capitale di debito.
- È calcolato come somma tra il costo del debito privo di rischio e un importo che “conta” il rischio di insolvenza.

La formula è la seguente:

$$K_d = R_f + \text{spread}$$

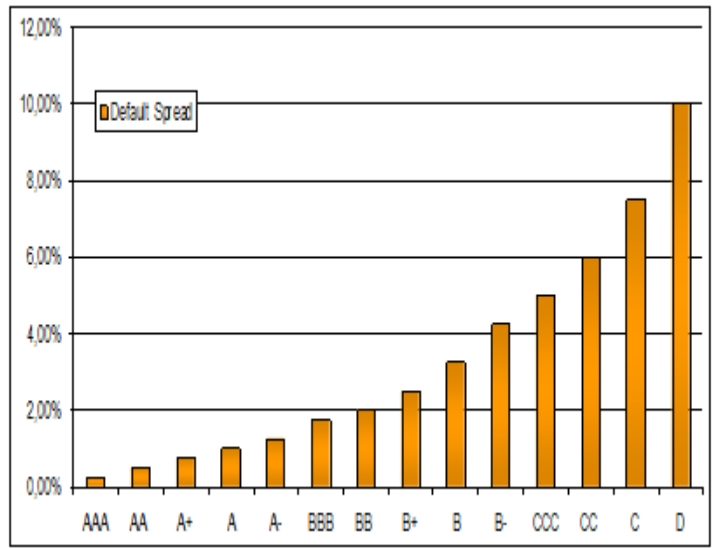
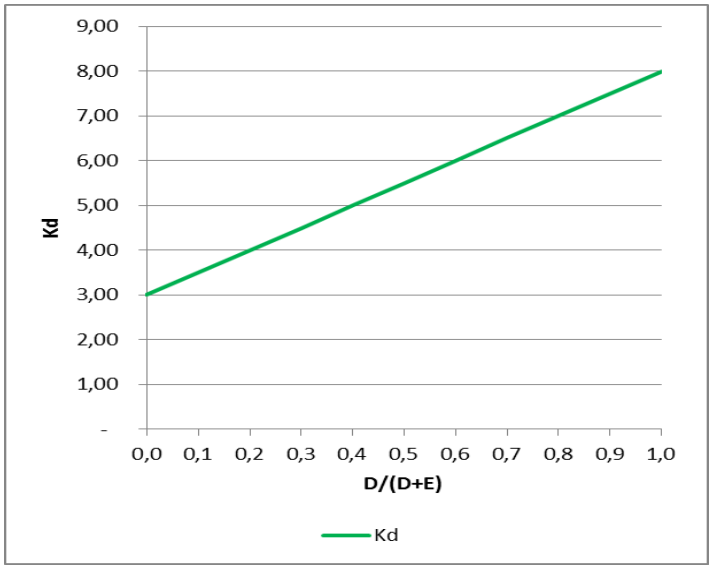
Con:

- **Rf** = rendimento titoli senza rischio
- **Spread** = differenziale applicato per il rischio di insolvenza.

NOTA: Basilea 2

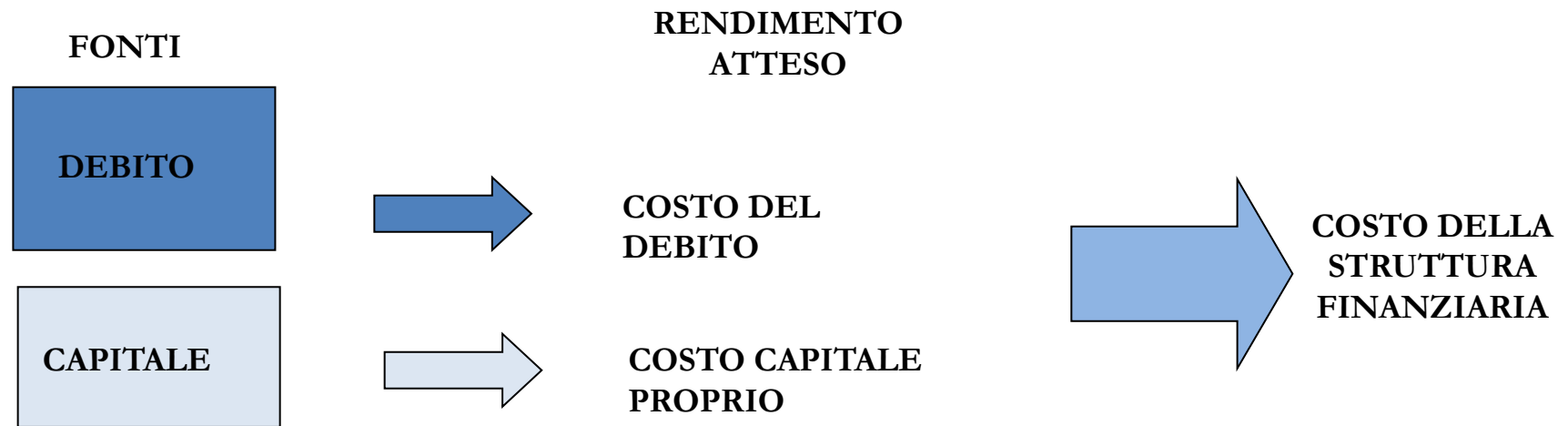
Lo **spread** aumenta con il rischio di insolvenza.

- La rischiosità aziendale aumenta con l'aumentare del livello di indebitamento.
- Più aumenta il rapporto  $D/(D+E)$ , più aumenta il rischio, più aumenta  $K_d$ .
- In pratica l'aumento del rapporto di indebitamento, anche attraverso la riduzione dell'indice di copertura degli oneri finanziari, segnala una maggiore rischiosità dell'impresa.



## 3.4 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Si può quindi calcolare il costo medio ponderato di una struttura finanziaria : in termini grafici



Si può determinare il costo medio ponderato del capitale (CMPC):

- Dipende da costo e quantità di **Capitale Proprio** e da costo e quantità di **Debito**
- E' la media ponderata tra costo del Capitale Proprio e del Debito, usando, come pesi, le quantità di Capitale Proprio e di Debito

## 3.4 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Il CMPC è la media del costo delle fonti, ponderata sulla loro quantità relativa

$$\text{CMPC} = (E/(D+E)) K_e + (D/(D+E)) K_d (1-t)$$

Dove:

E = quantità di equity

D = quantità di debito

$K_e$  = costo del capitale proprio

$K_d$  = costo del debito

t = aliquota d'imposta

Si tengano presenti le formule di  $K_d$  e  $K_e$ :

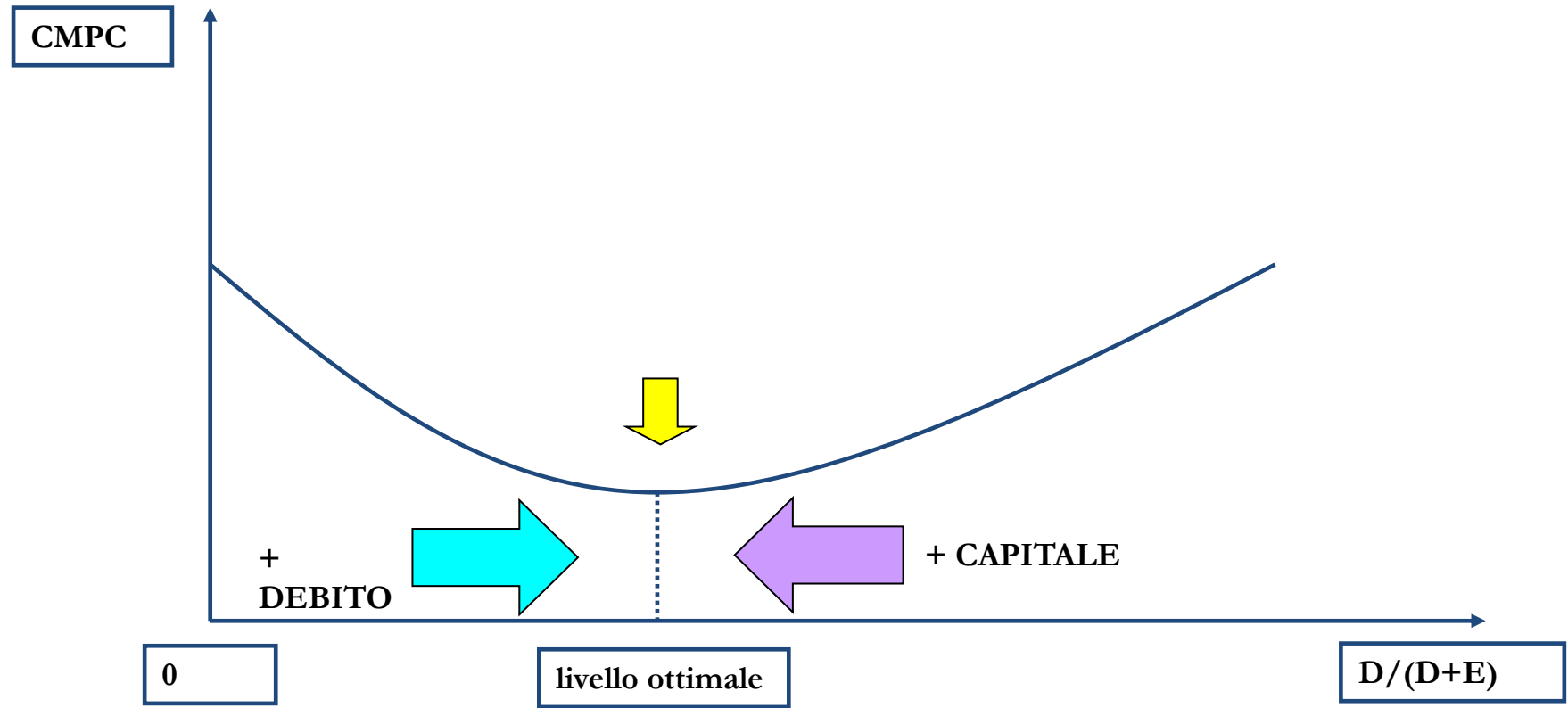
$$K_d = R_f + \text{spread}$$

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Ed il fatto che  $K_d$  e  $K_e$  variano al variare del tasso di indebitamento.

### 3.4 IL COSTO DELLE FONTI – COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Vi è quindi una relazione di secondo grado tra il tasso di indebitamento e il costo medio ponderato del capitale.





## 3.5 GLI INDICI DI LIQUIDITÀ

### INDICI DI LIQUIDITA'

#### Indice di liquidità corrente (*Current ratio*)

- ❑ Liquidità corrente = attività a breve / passività a breve  
(2= risultato ottimale; <1 situazione di squilibrio finanziario)

#### Indice secco di liquidità (*Quick ratio*)

- ❑ Indice secco di liquidità = (disponibilità liquide + disponibilità differite) / passività correnti  
(>1 situazione di tranquillità finanziaria; <0,5 situazione di squilibrio finanziario)

#### Margine di tesoreria

- ❑ Margine di tesoreria = disponibilità liquide + disponibilità differite - passività correnti

## 3.6 GLI INDICI DI SOLIDITA'

### INDICI DI SOLIDITA'

#### Margine di struttura

☐ Margine di struttura = mezzi propri - immobilizzazioni

#### Indice di copertura delle immobilizzazioni

☐ Indice di copertura delle immobilizzazioni = mezzi propri / immobilizzazioni

(>0,7 buona solidità; > 0,3 situazione di pericolo)

#### Grado di autonomia finanziaria

☐ Grado di autonomia finanziaria = mezzi di terzi / mezzi propri

(Tra 0 e 0,5 struttura finanziaria positiva e favorevole allo sviluppo; >2 struttura finanziaria squilibrata)

#### Rapporto di indebitamento

☐ Rapporto di indebitamento = mezzi di terzi / totale fonti

(< 30% esprime una buona struttura finanziaria; > 66% struttura finanziaria squilibrata)

## 3.7 IL PANORAMA DELLE IMPRESE NAZIONALI ED IL MERCATO REGOLAMENTATO

Le **imprese italiane** appaiono **scarsamente capitalizzate** e ciò ne costituisce una debolezza. Sostanzialmente, tra le fonti di finanziamento, vi è una netta preponderanza del debito che si identificano per due ragioni:

- La ridotta **dimensione** media aziendale;
- La rilevanza del **sistema bancario** e (di conseguenza) la debolezza dei mercati regolamentati.

### **Possibili effetti correttivi:**

- Misure fiscali di disincentivo al debito: parziale indeducibilità degli interessi passivi;
- Misure agevolative per la capitalizzazione: detassazione degli utili reinvestiti (e non distribuiti);
- Misure sistemiche di misurazione del rating: merito di credito legato (anche) alla capitalizzazione aziendale.

Tuttavia **il fattore più importante per la capitalizzazione delle imprese è costituito dalla esistenza di un mercato regolamentato funzionale**. Esso consente all'investitore di disinvestire agevolmente, nel caso in cui ne ravvisi l'esigenza o l'opportunità. Infatti:

- si è evidenziato che, esistendo una struttura finanziaria ottimale costituita anche da capitale proprio, una certa quota degli impieghi deve trovare copertura in tale fonte di finanziamento;
- si è rilevato che, per la Società che lo riceve esso è meno rischioso del capitale di debito perché, nel sottoscrivere il capitale proprio è il **socio** stesso a **sostenere il rischio di impresa**, in quanto:

- A) il socio **non ha certezza della remunerazione** del proprio investimento (i dividendi sono eventuali);
- B) il socio **non ha certezza di potere disinvestire** in quanto, per farlo, deve trovare un acquirente per la propria quota.

## 3.7 IL PANORAMA DELLE IMPRESE NAZIONALI ED IL MERCATO REGOLAMENTATO

Affinché aumenti la propensione dei singoli soggetti, persone fisiche o giuridiche, a sottoscrivere quote del capitale proprio delle Società, è necessario creare i presupposti affinché il disinvestimento sia più semplice e più rapido possibile. E' necessario, in altre parole, istituire un “luogo” di scambio dei titoli azionari nel quale, domanda e offerta possano incontrarsi e scambiare titoli: **il mercato**.

E' necessario che tale luogo abbia regole certe di contrattazione e formazione del prezzo così da garantire tutti i partecipanti: **il mercato regolamentato**.

L'esistenza di un mercato regolamentato consente ai soci sottoscrittori di capitale proprio di disinvestire senza che la Società debba restituire il denaro conferito.

In altri termini, il mercato, se efficiente, fa sì che il socio possa investire e disinvestire rapidamente. L'esistenza del mercato regolamentato, di conseguenza, consente alle Società emittenti di reperire risorse come capitale di rischio. L'esistenza del mercato regolamentato consente, al livello di sistema, l'allocazione delle risorse finanziarie disponibile (risparmi) su soggetti che le investano (Impieghi) generando valore.

## 3.8 LE OPZIONI DI FINANZIAMENTO

### Opzioni

**Mercati  
Regolamentati**

**Private Equity**

**Sistema  
bancario**

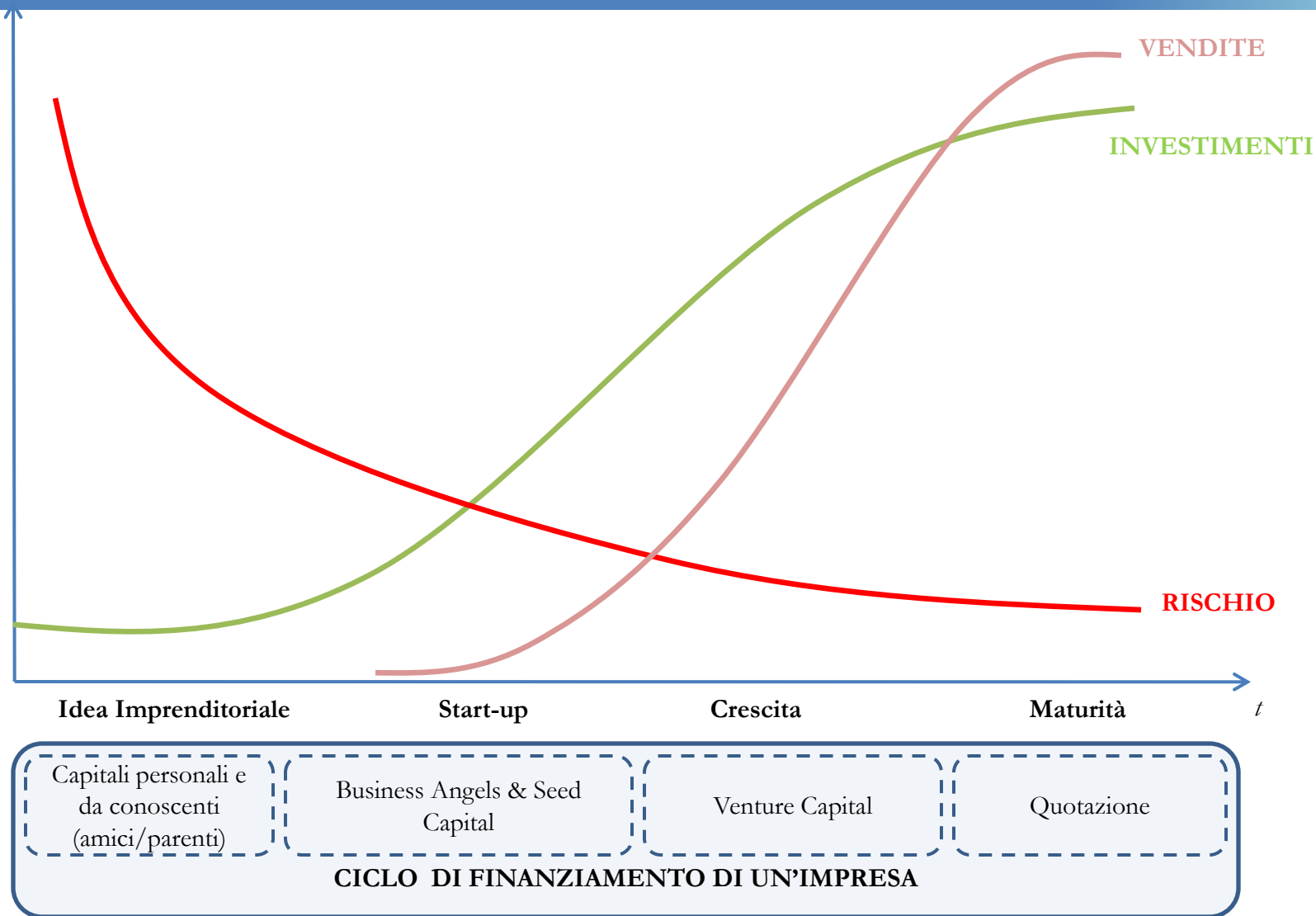
### Principali caratteristiche

- Apertura al retail
- Prospetto informativo necessario
- Flottante, capitalizzazione e requisiti patrimoniali minimi
- Clausole limitative
- Disciplina gestionale
- Inefficiente finanziare crescita a lungo termine con debiti a breve termine

### Potenziali criticità

- Costo della quotazione potenzialmente elevato
- Assoggettamento a normative di settore più vincolanti
- Perdita di indipendenza nella gestione per l'imprenditore
- Termini e modalità di smobilizzo dell'investimento vincolanti
- Costi elevati
- Basilea 2

### 3.9 IL CICLO DI VITA E NATURA DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO (CAPITALE PROPRIO)



## 3.10 LA QUOTAZIONE COME SCELTA STRATEGICA

La quotazione in borsa è una fase che l'impresa si trova a valutare, durante il suo ciclo di vita, specialmente per due motivi principali:

### FINANZIAMENTO

- ❑ **Reperire nuovi capitali** (preferibilmente di rischio) per supportare importanti piani di sviluppo ed espansione

### DISINVESTIMENTO

- ❑ **Identificare una way-out** remunerativa per l'attuale compagine societaria al fine di uscire (integralmente o parzialmente) dall'azienda

Nella ricerca della way-out le alternative alla quotazione possono essere:

- Trade Sale: cessione attraverso una trattativa privata con nuovi soci (industriali e/o finanziari) o fusione con altre società
- Cessione delle partecipazioni al Management o ad uno dei soci esistenti

## 3.11 I VANTAGGI E SVANTAGGI DELLA QUOTAZIONE

La quotazione è un processo complesso e varie aspetti devono essere ponderati. Numerosi infatti sono i vantaggi e svantaggi connessi a tale scelta:

### VANTAGGI

- **Maggiore livello di liquidità** delle quote societarie
- **Rafforzamento della posizione finanziaria**
- **Potenzialità di crescita delle azioni** a seguito della quotazione
- **Maggiore Visibilità** nel mercato

### SVANTAGGI

- **Riduzione della “Privacy”**
- **Perdita di autonomia** nelle decisioni
- **Aumento delle responsabilità** verso mercato ed azionisti
- **Esposizione a Takeover ostili**
- **Costi aggiuntivi per quotazione e permanenza** nei mercati regolamentati



MEDIE E GRANDI IMPRESE	MEDIE IMPRESE	PICCOLE E MEDIE IMPRESE
<p align="center"><b>MTA</b> (Mercato Telematico Azionario)</p>	<p align="center"><b>STAR</b></p>	<p align="center"><b>AIM ITALIA</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Capitalizzazione Minima: € 40 Mln</li> <li>➤ Flottante Minimo: 25%</li> <li>➤ Elevato livello di comunicazione richiesto</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Capitalizzazione: ➤ da € 40 Mln a € 1 Mld</li> <li>➤ Flottante Minimo: 35%</li> <li>➤ Elevata trasparenza e vocazione comunicativa dell'impresa</li> <li>➤ Corporate Governance su livelli internazionali</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ composto delle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, che ha accorpato i mercati AIM Italia e MAC</li> <li>➤ Nessuna Capitalizzazione o Flottante Minimo richiesto</li> <li>➤ Semplicità nella procedura d'ammissione</li> </ul>

**Flottante:** numero di azioni circolanti, disponibili per la negoziazione in borsa. Rappresenta pertanto la parte di capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario.

**A. Mercato telematico azionario (MTA):** vengono negoziati diritti d'opzione, obbligazioni convertibili, warrants e azioni o quote di OICR (organismi d'investimento collettivo del risparmio) quotati in Borsa.

In seguito alla fusione tra Borsa Italiana e Borsa di Londra e l'introduzione degli indici FTSE è stata rivista (a giugno 2010) la segmentazione del mercato telematico azionario suddividendo il mercato in 3 classi in base ai criteri di capitalizzazione e liquidità dei titoli, più in particolare:

- **Large Cap (o Blue Chip):** comprende le prime 40 imprese maggiormente capitalizzate e con maggiore grado di liquidità. Indice relativo: FTSE MIB;
- **Mid Cap** comprende le successive 60 imprese per capitalizzazione e grado di liquidità. Indice relativo: FTSE Italia Mid Cap;
- **Small Cap** comprende le altre imprese non facenti parte delle prime cento imprese, che superano i criteri di liquidità. Indice relativo: FTSE Italia Small Cap.

L'aggregazione dei tre indici costituisce l'indice FTSE Italia All-Share.

**B. STAR:** comprende le imprese che rispondono a particolari criteri di trasparenza, governance e liquidità (con capitalizzazione tra i 40 milioni di euro e i 1000 milioni di euro). Indice relativo: FTSE Italia STAR.

**C. AIM ITALIA (Mercato alternativo del capitale):** mercato italiano gestito da Borsa Italiana S.p.A. attivo dal 1° marzo 2012, nato in seguito all'operazione di accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC. È composto delle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita che sono quotate nell'indice FTSE AIM Italia.

Possono essere negoziate solo azioni ordinarie, che non siano: soggette alla sollecitazione all'investimento, allo scambio in altri sistemi di scambi organizzati (SSO) ed allo scambio in altri mercati regolamentati. Le società devono avere l'ultimo bilancio revisionato da società iscritta alla Consob.