

Economia e Gestione delle Imprese

Sesta Unità Didattica: La Funzione Finanza

Oggetto: gestione razionale del fattore capitale

TEORIA DELLA FINANZA: Modelli di comportamento volti a razionalizzare le decisioni gestionali

Quali sono i valori in gioco?

La “solidità” delle imprese rispetto alle dinamiche del ciclo economico

La percorribilità delle opportunità di sviluppo potenziale delle imprese

Lo sviluppo del sistema economico (efficienza allocativa)

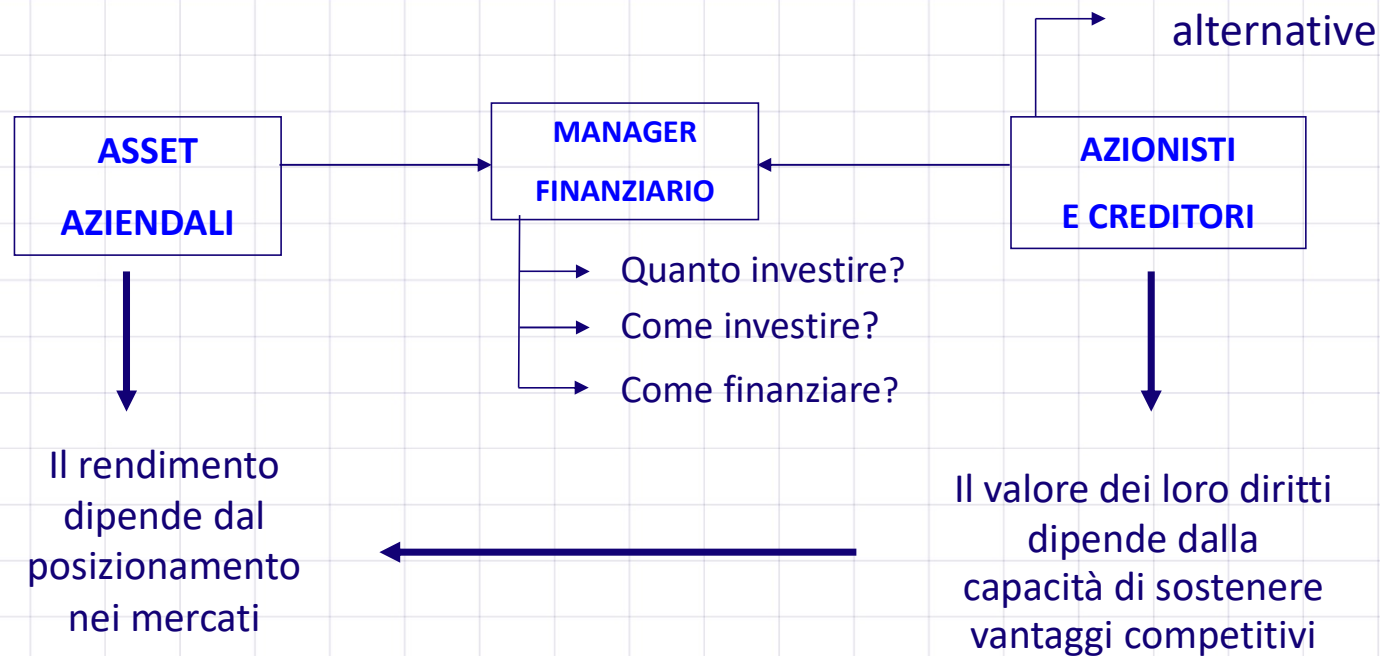
- Supporto all’organo di governo nei processi di decisione di investimento e di finanziamento
- Ottimizzazione nel **reperimento/impiego delle risorse finanziarie** (massimizzazione del rendimento degli investimenti e minimizzazione del costo del capitale)
- Gestione della **tesoreria** e razionalizzazione del circolante
- Gestione degli **equilibri aziendali: economico, finanziario e monetario**

Equilibrio Economico: Ricavi e Costi

Equilibrio Finanziario: Impieghi e Fonti Finanziarie

Equilibrio Monetario: Entrate e Uscite Monetarie

Il manager finanziario gioca il ruolo di intermediario tra il sistema finanziario e gli investimenti dell'impresa, selezionando quanto e come investire, oltre a decidere come finanziare le attività
Integrare la logica contabile con l'approccio alla creazione di valore



FUNZIONE FINANZIARIA

PROCESSI ANALITICI

ANALISI

- delle caratteristiche del sistema finanziario
- della natura del fabbisogno finanziario
- delle caratteristiche strutturali dell'impresa e del settore in cui opera

PROCESSI STRATEGICI

DECISIONI – SVILUPPO DELL'IMPRESA

Scelte d'investimento e di finanziamento – Vincoli finanziari alla crescita
(ottimizzare il rischio finanziario; minimizzare il costo del capitale;
massimizzare il rendimento dell'investimento)

PROCESSI OPERATIVI

POLITICHE

- gestione della tesoreria (flussi di liquidità)
- predisposizione di un efficace e omogeneo sistema informativo di guida e controllo finanziario
- ottimizzazione del capitale circolante, assicurando omogeneità di indirizzo nella gestione del credito ai clienti e del debito verso i fornitori

COME MISURARE IL SUCCESSO DELL'IMPRESA?

Utili netti elevati?

Roe più alto del tasso passivo?

Roi più alto di quello dei concorrenti?

Fatturato in sviluppo?

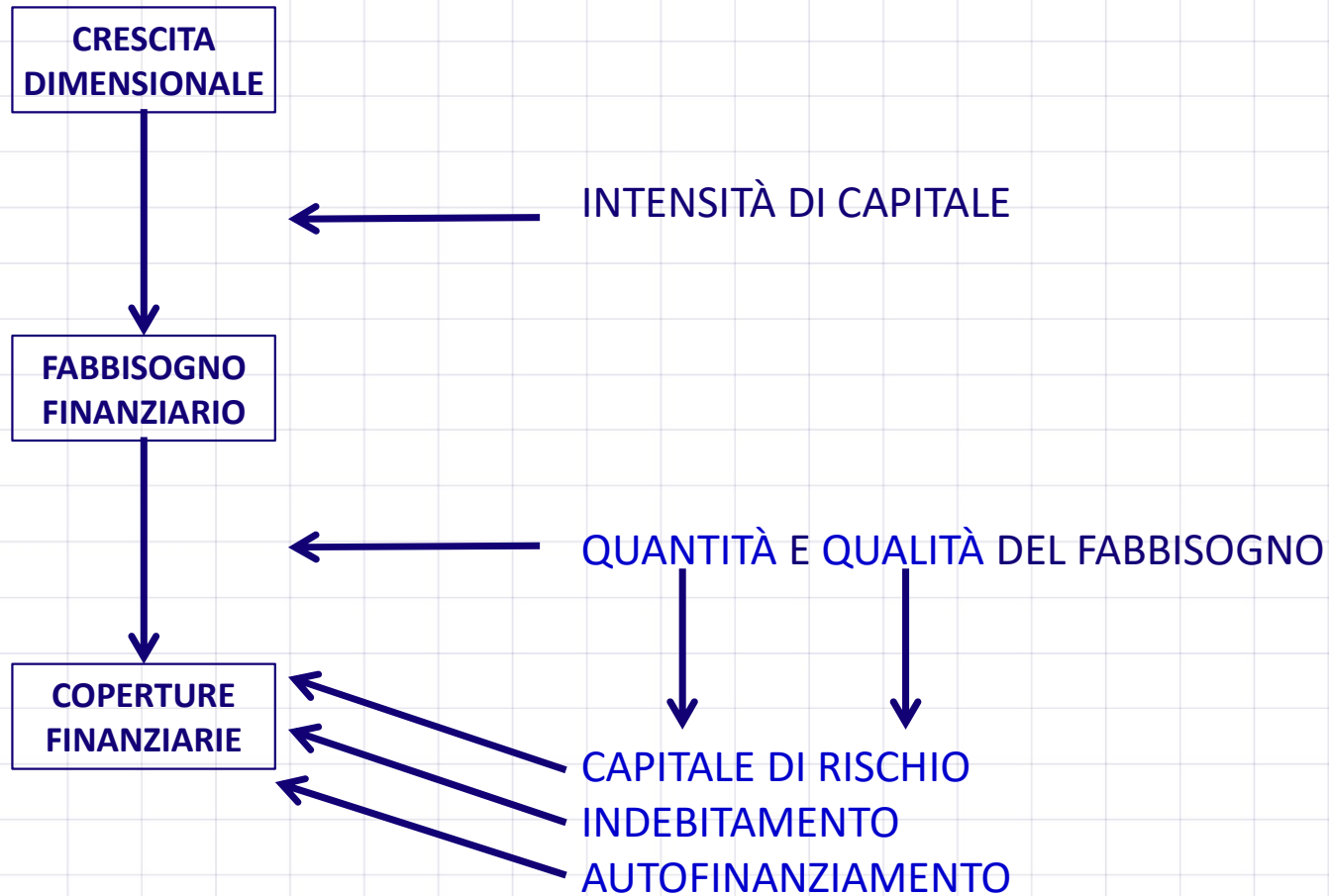
Dividendi in crescita?

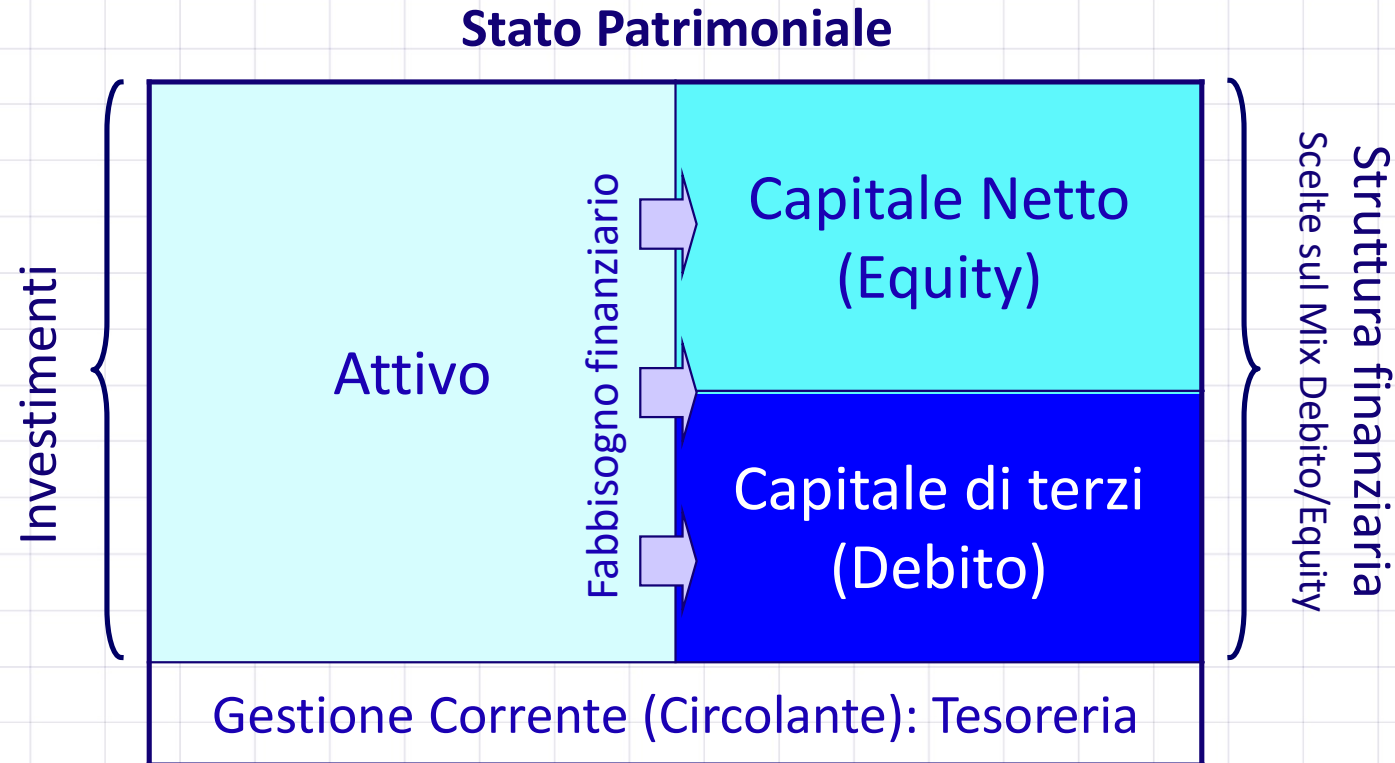
NO, la logica value driven ci suggerisce che l'impresa è ben gestita se crea valore

Gli aspetti citati non sono né sufficienti né, spesso, necessari

FUNZIONE FINANZIARIA

Accessibilità dell'offerta di capitali ed eventuali vincoli





La **struttura finanziaria** impatta sul governo dell'impresa (problema di controllo)
Principi guida da mantenere: Omogeneità; Flessibilità; Elasticità; Economicità

Stato Patrimoniale

Attivo

Passivo

Valore contabile
≠
Valore mercato

**Investimenti in essere
(Asset in place).**
comprendono l'attività
a lungo e breve termine

**Opportunità di
investimento future
(Growth opportunities)**
è il valore atteso da
investimenti che hanno
una vita futura

**Capitale di terzi
Debiti (D)**
diritto fisso sui flussi di
cassa. Minimo
coinvolgimento nella
gestione

**Capitale proprio
Equity (E)**
Diritto residuale sui
flussi di cassa. Ruolo
attivo nella gestione

IL COSTO DEL CAPITALE

Il costo del capitale può assumere tre diversi significati:

- tasso di sconto dei flussi prodotti dal capitale operativo

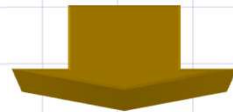
ASSET SIDE

- risultato economico minimo che l'impresa deve ottenere per attrarre e trattenere capitali

LIABILITY SIDE (IMPRESA)

- rendimento atteso sulle risorse finanziarie conferite

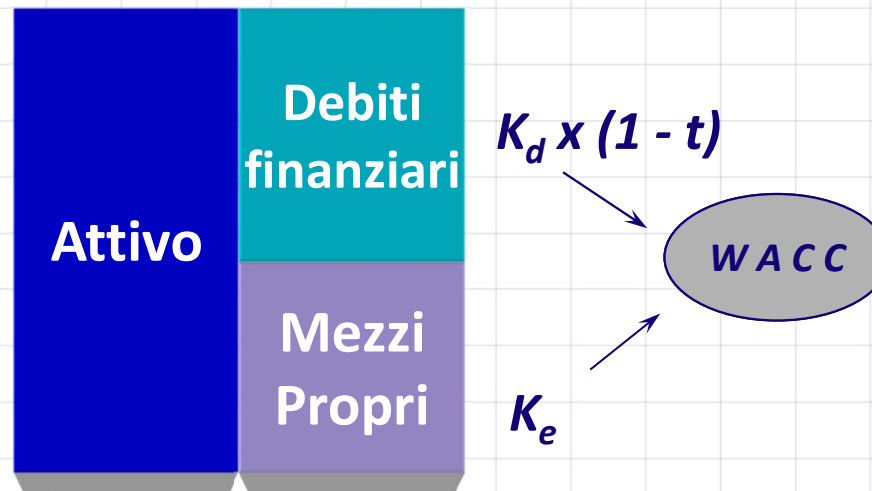
LIABILITY SIDE (INVESTITORI)



In generale, può essere definito come:

il rendimento che i sottoscrittori delle passività finanziarie dell'impresa giudicano accettabile in rapporto al rischio da essi sopportato

IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)



Weighted Average
Cost of Capital

$$WACC = \frac{D}{D + E} K_d (1 - t) + \frac{E}{D + E} K_e$$

SCELTA DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO

Ci sono varie fonti di finanziamento che offrono all'imprenditore scelte alternative e complementari di finanziamento

- Analisi delle caratteristiche del Fabbisogno Finanziario
- Analisi e conoscenza dei mercati dei capitali
- Coordinamento fra cogliere opportunità di sviluppo ed i vincoli di disponibilità di risorse

Scelta del livello d'indebitamento



Leva Finanziaria

IL FINANZIAMENTO DELLO SVILUPPO

FINO A CHE PUNTO SI PUÒ SOSTENERE LA CRESCITA CON IL DEBITO?

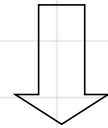
La risposta più ovvia: fino al punto in cui le banche sono disponibili ad ampliare le linee di credito

Una risposta più ragionata: fino a che gli equilibri gestionali possono reggere dosi aggiuntive di debito

IL FINANZIAMENTO DELLO SVILUPPO

La convenienza economica del debito:

$$ROE = [ROI + (ROI - i) \times D / E] * (1 - T_c)$$



**Contributo
della gestione
industriale**



**Contributo
della gestione
finanziaria**



**Contributo
della gestione
fiscale**

$$RN = (RO - (i \times D))(1 - t_c)$$

$$\frac{RN}{E} = \frac{(RO - (i \times D))(1 - t_c)}{E}$$

$$ROE = \left(\left(\frac{RO \times TA}{E \times TA} \right) - \left(i \times \frac{D}{E} \right) \right) (1 - t_c)$$

$$ROE = \left(\left(ROI \times \frac{TA}{E} \right) - \left(i \times \frac{D}{E} \right) \right) (1 - t_c)$$

$$ROE = \left(\left(ROI \times \frac{(D + E)}{E} \right) - \left(i \times \frac{D}{E} \right) \right) (1 - t_c)$$

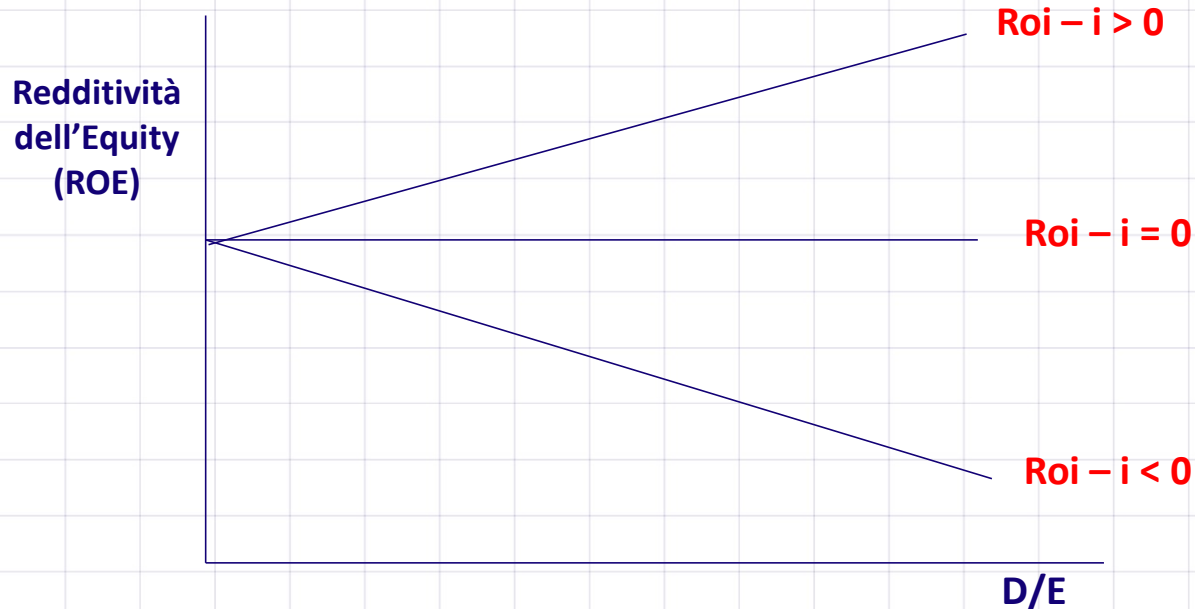
$$ROE = \left(\left(\left(ROI \times \frac{D}{E} \right) + ROI \right) - \left(i \times \frac{D}{E} \right) \right) (1 - t_c)$$

$$ROE = \left(ROI + (ROI - i) \times \frac{D}{E} \right) (1 - t_c)$$

LEVA FINANZIARIA

La differenza fra redditività del capitale investito e costo del debito spiega la redditività del capitale proprio in base al livello d'indebitamento

$$ROE = \left(ROI + (ROI - i) \times \frac{D}{E} \right) (1 - t_c)$$



LA REDDITIVITÀ: RELAZIONE TRA ROE, ROI E STRUTTURA FINANZIARIA

IMPRESA A

Stato Patrimoniale

Impieghi	3.000	Capitale Netto (Equity)	→ 2.000
		Indebitamento	→ 1.000
<hr/>		<hr/>	
Totale attivo	3.000	Totale passivo	3.000

Tasso di interesse sul prestito pari al 10%

IMPRESA B

Impieghi	3.000	Capitale Netto (Equity)	→ 1.000
		Indebitamento	→ 2.000
<hr/>		<hr/>	
Totale attivo	3.000	Totale passivo	3.000

Tasso di interesse sul prestito pari al 10%

LA REDDITIVITÀ: RELAZIONE TRA ROE, ROI E STRUTTURA FINANZIARIA

Conto Economico

Impresa A

Reddito operativo	→	500
- oneri finanziari	→	<u>- 100</u>
Utile ante-imposte		400
- Imposte (50%)		<u>- 200</u>
Utile netto		200

Impresa B

Reddito operativo	→	500
- oneri finanziari	→	<u>- 200</u>
Utile ante-imposte		300
- Imposte (50%)		<u>- 150</u>
Utile netto		150

ROI 16,7%

ROE 10,0%

ROI 16,7%

ROE 15,0%

LA REDDITIVITÀ: RELAZIONE TRA ROE, ROI E STRUTTURA FINANZIARIA

Stato Patrimoniale
Se il tasso di interesse passa dal 10% al 20%

Impresa A		Impresa B	
Reddito operativo	500	Reddito operativo	500
- oneri finanziari	<u>- 200</u>	- oneri finanziari	<u>- 400</u>
Utile ante-imposte	300	Utile ante-imposte	100
- Imposte (50%)	<u>- 150</u>	- Imposte (50%)	<u>- 50</u>
Utile netto	150	Utile netto	50
ROI	16,7%	ROI	16,7%
ROE	7,5%	ROE	<u>5,0%</u>

FINO A CHE PUNTO SI PUÒ SOSTENERE LA CRESCITA CON IL DEBITO?

Valutazione dell'impatto sugli equilibri gestionali

Un indicatore rilevante:

Annual Debt Service Coverage Ratio (ADSCR)

$ADSCR = \text{Flusso di Cassa Operativo} / \text{Servizio del debito}$

in cui:

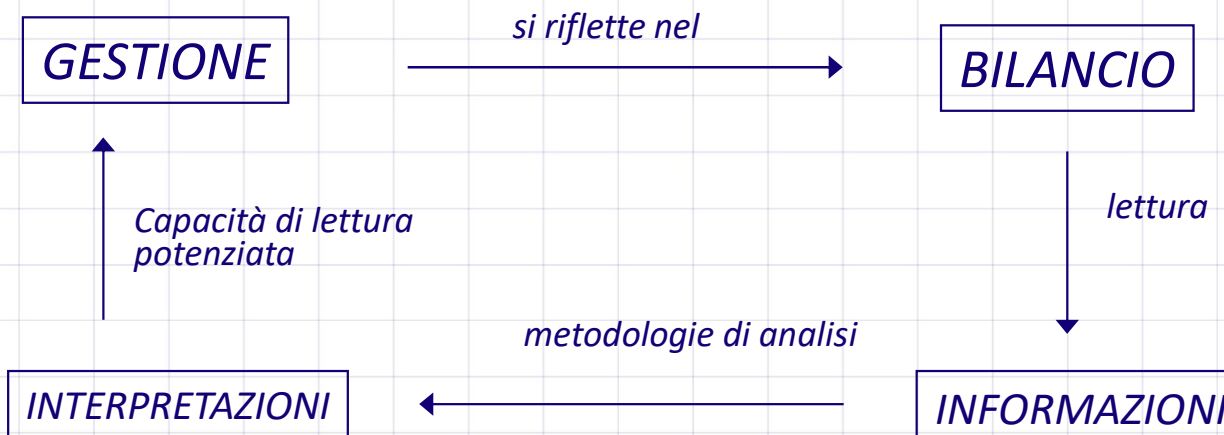
- il flusso di cassa operativo è liquidità generata dalle attività caratteristiche dell'impresa in ogni esercizio
- il servizio del debito è la somma tra la quota interessi e la quota capitale da versare ai finanziatori

OBIETTIVI DELL'ANALISI DI BILANCIO

I bilanci, di per sé, non rappresentano uno specchio ottimale delle dinamiche gestionali e dei loro risultati



**IL NOSTRO OBIETTIVO NON È LEGGERE IL BILANCIO, MA
LEGGERE LA GESTIONE ATTRAVERSO IL BILANCIO**



MODELLI INTERPRETATIVI DEL BILANCIO D'ESERCIZIO

Bilancio d'esercizio

Riclassificazione SP

- Criterio della liquidità/esigibilità
- Criterio della pertinenza gestionale

Riclassificazione CE

- Criterio Costo del venduto (COGS)
- Criterio del Valore Aggiunto (VA)
- Criterio del Margine di Contribuzione

Analisi Statica (per indici e margini)

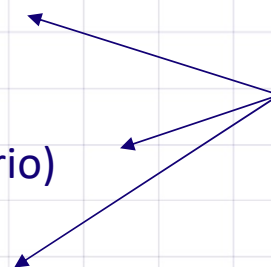


Analisi Dinamica (Rendiconto Finanziario)



Analisi Prospettica (Piano e Budget Finanziario, Budget di Cassa)

Confronti
spaziali e
temporali



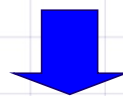
RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO

FINANZIARIA => Criterio della *liquidità/esigibilità*



indaga l'equilibrio finanziario (Solvibilità)

FUNZIONALE => Criterio della *pertinenza gestionale*



classifica le poste di bilancio a seconda dell'area nelle quali
possono essere destinate le risorse.



Previsione e programmazione finanziaria

CRITERIO DELLA LIQUIDITÀ/ESIGIBILITÀ

A che cosa serve?

- È utilizzato per verificare se esiste una corrispondenza tra le scadenze temporali degli investimenti e dei finanziamenti;

Quale è il criterio utilizzato?

- Le voci dell'attivo e del passivo vengono raggruppate in funzione del loro tempo di trasformazione in moneta; in particolare, le singole attività sono ordinate per liquidità decrescente, le passività per grado di esigibilità;

Quando è utile?

- Quando lo studio che si compie è di tipo statico;
- Quando chi conduce l'analisi è un soggetto esterno all'azienda.

STATO PATRIMONIALE (liquidità/esigibilità)

Attivo		Passivo	
Attività a breve	Liquidità Immediate Cassa – C/C BOT ...	Passività a breve	Debiti v/Banche C/C passivo Debiti verso Fornitori Debiti < 12 mesi Fondo Imposte ...
	Liquidità Differite Crediti Commerciali ...		
	Disponibilità Scorte ...		Differenziale a 12 mesi
Attività consolidate	Immobilizzazioni Tecniche Impianti ...	Passività consolidate	Mutui Debiti Consolidati Prestiti Obbligazionari TFR ...
	Immobilizzazioni Finanziarie Azioni ...		
	Immobilizzazioni Immateriali Marchi e Brevetti ...	Capitale Netto	Capitale Sociale Riserve Utile (perdita)

CRITERIO DELLA PERTINENZA GESTIONALE

Le poste CORRENTI sono quelle che riguardano il CICLO di ACQUISTO, TRASFORMAZIONE E VENDITA.

ACQUISTO di materie prime:

- merce in magazzino (materie prime)
- debiti verso fornitori
- crediti IVA

TRASFORMAZIONE:

- merce in magazzino (semilavorati e prodotti finiti)
- debiti verso il personale (Fondo TFR)

VENDITA:

- crediti verso clienti
- prodotti finiti
- debiti IVA

STATO PATRIMONIALE (pertinenza gestionale)

		Attivo	Passivo	
Attività operative	Attività correnti	Scorte (F.do Svalut. Magazzino) Crediti Commerciali (Fondo Svalutazione Crediti) Altre attività Correnti ...	Passività correnti	Debiti verso Fornitori TFR Debiti Tributari ...
	Attività non correnti	Impianti Attrezzature Macchinari Brevetti Partecipazioni Operative ...	Passività non correnti o finanziarie	C/C passivo Debiti verso Banche Mutui Prestiti Obbligazionari ...
Attività non operative		Titoli negoziabili C/C Immobili non Operativi BOT	Capitale Netto	Capitale Sociale Riserve Utile (perdita)

CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (CCN)

CCN Finanziario => Differenza fra attività e passività a breve

Capacità di fronteggiare i debiti a breve con le attività che si rendono disponibili a breve

CCN Commerciale => Differenza fra attività e passività correnti e caratteristiche (commerciali) inerenti il ciclo acquisto-trasformazione-vendita

Il CCNC è la differenza tra le attività e le passività di natura corrente (non di breve termine!)

Rappresenta l'investimento effettuato nella gestione corrente

$CCNC > 0$ => emerge un Fabbisogno Finanziario da soddisfare

$CCNC < 0$ => il ciclo acquisto-trasformazione-vendita si autofinanzia ed anzi genera risorse disponibili

Impatto finanziario della variazione del CCNC tra l'anno X e l'anno X+1

Se variazione positiva (+) CCNC → assorbe risorse finanziarie

Se variazione negativa (-) CCNC → libera risorse finanziarie



LA RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

Gli schemi più utilizzati sono:

- ◆ A “FATTURATO E COSTO DEL VENDUTO”
- ◆ A “PRODUZIONE DELL’ESERCIZIO E VALORE AGGIUNTO”
- ◆ A “COSTI FISSI E COSTI VARIABILI”

CONTO ECONOMICO A FATTURATO E COSTO DEL VENDUTO

Ricavi Netti di Vendita

- Costo del Venduto

- + Rimanenze Iniziali di MP, semilavorati e PF
- + Acquisti MP
- + Energia
- + Retribuzioni, oneri relativi (Acc. TFR)
- + Costi Industriali
- + Ammortamenti Beni destinati alla produzione
- + Canoni di leasing (per beni destinati alla produzione)
- + altri costi industriali
- + Produzioni interne capitalizzate
- Rimanenze Finali di MP, semilavorati e PF

Risultato Industriale Lordo

- Costi Commerciali e Distributivi

- Costi Amministrativi e generali

Reddito Operativo

+/- Oneri\proventi finanziari

+/- Costi\proventi della gestione accessoria

Risultato di Competenza

+/- Oneri\proventi straordinari

Risultato ante imposte

Imposte

Utile Netto

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO

(+) Fatturato per beni e servizi prodotti
(+/-) Variazione del magazzino prodotti in corso di lavorazione semilavorati e finiti
(+) Costruzioni in economia
(-) Acquisti di prodotti finiti destinato alla commercializzazione

(=) Produzione dell'esercizio
(-) Acquisti dell'esercizio
(+/-) Variazione del magazzino materie prime
(-) Altri oneri

(=) Valore Aggiunto
(-) Costi per il personale
(-) Accantonamenti

(=) Margine operativo lordo
(-) Ammortamenti

(=) Reddito Operativo
(+/-) Risultato della gestione finanziaria
(+/-) Risultato della gestione straordinaria
(+/-) Risultato della gestione accessoria

(=) Reddito ante-imposte
(-) Imposte sul reddito

(=) Reddito netto

IL PROSPETTO FONTI/IMPIEGHI

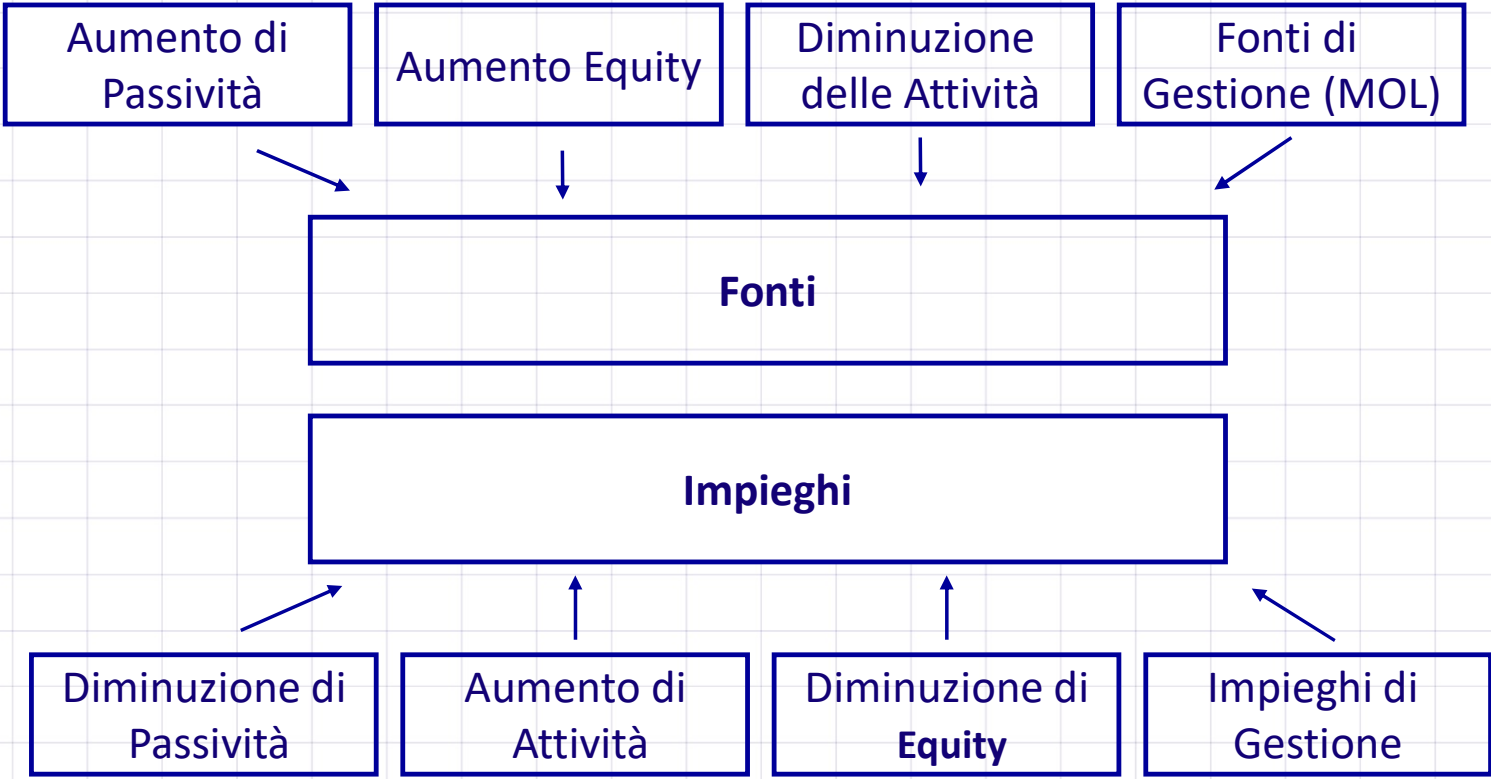
Approccio Finanziario al Bilancio (analisi dinamica)



Fornisce informazioni sulle modalità di approvvigionamento
ed impiego delle risorse finanziarie

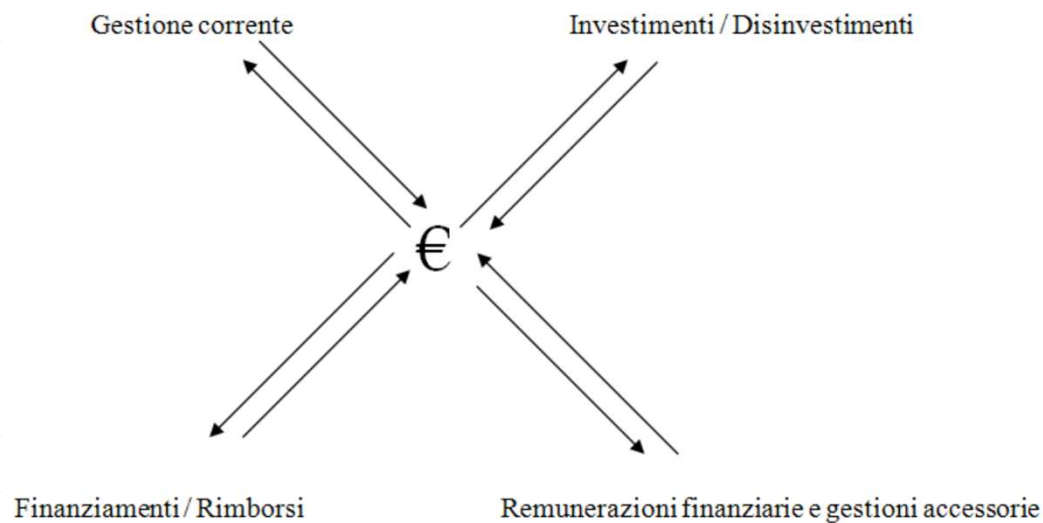
	Attività	Passività
Impieghi	Aumenti	Diminuzioni
Fonti	Diminuzioni	Aumenti

LA DINAMICA FINANZIARIA



ANALISI DELLA DINAMICA DEI FLUSSI DI CASSA: UN MODELLO A 4 AREE

- +/- Flussi da Gestione Corrente
 - +/- Flussi da Investimenti/Disinvestimenti
 - +/- Flussi da Finanziamenti/Rimborsi
 - +/- Flussi da Remunerazione finanziaria
- = Saldo di Cassa



Definizione

Nell'ambito dei processi di sviluppo aziendale un investimento consiste nel rinunciare a benefici immediati in funzione di potenziali maggiori benefici futuri.

Effetti prodotti sul bilancio:

- sui costi
- sui ricavi
- sul CCN
- in combinazione fra CCN, costi e ricavi

La valutazione di un investimento deve essere condotta attraverso la misurazione del valore creato.

LA DIMENSIONE DEI FLUSSI MONETARI

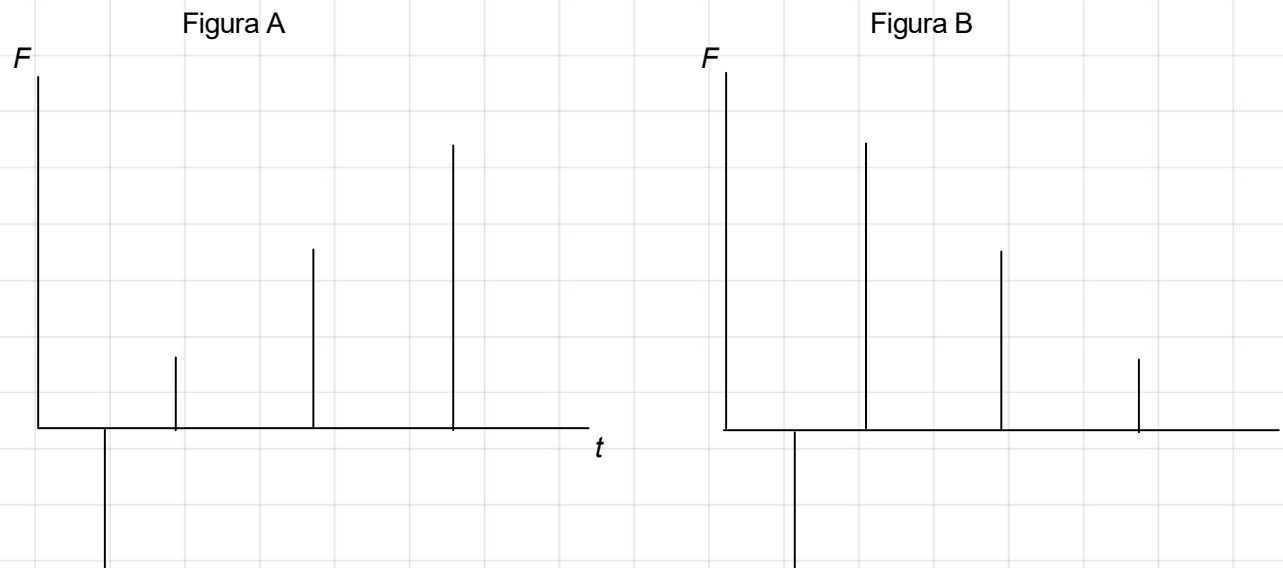
Un investimento è vantaggioso se la somma delle risorse (*flussi di cassa*) liberate eccede l'importo di quelle assorbite.

Esempio:



LA DISTRIBUZIONE TEMPORALE DEI FLUSSI

Due investimenti con flussi di cassa uguali in dimensione assoluta, ma distribuzione temporale rovesciata, sono indifferenti? NO!



IL VALORE ATTUALE

Il valore attuale di una serie di flussi di cassa futuri, è dato da:

$$VAN = \sum_{t=0}^N \frac{F_{(t)}}{(1+k)^t}$$

in cui:

$F_{(t)}$ sono i flussi di cassa, coerenti con il costo opportunità del capitale

N rappresenta il numero di periodi nei quali i flussi sono prodotti

k è il costo del capitale, coerente con i flussi di cassa

FLUSSI E COSTO DEL CAPITALE: AZIONISTI E OBBLIGAZIONISTI

Il Free Cash Flow from Operations (FCFO)

MOL

+/- Δ CCNC

+/- Δ Investimenti in asset

+/- Δ Fondo TFR

- Imposte sul Reddito Operativo

Flusso monetario netto della gestione operativa

Tasso: WACC

FLUSSI E COSTO DEL CAPITALE: AZIONISTI

Il Free Cash Flow to Equity (FCFE)

MOL

+/- Δ CCNC

+/- Δ Investimenti in asset

+/- Δ Fondo TFR

+/- Δ Indebitamento

- Oneri Finanziari

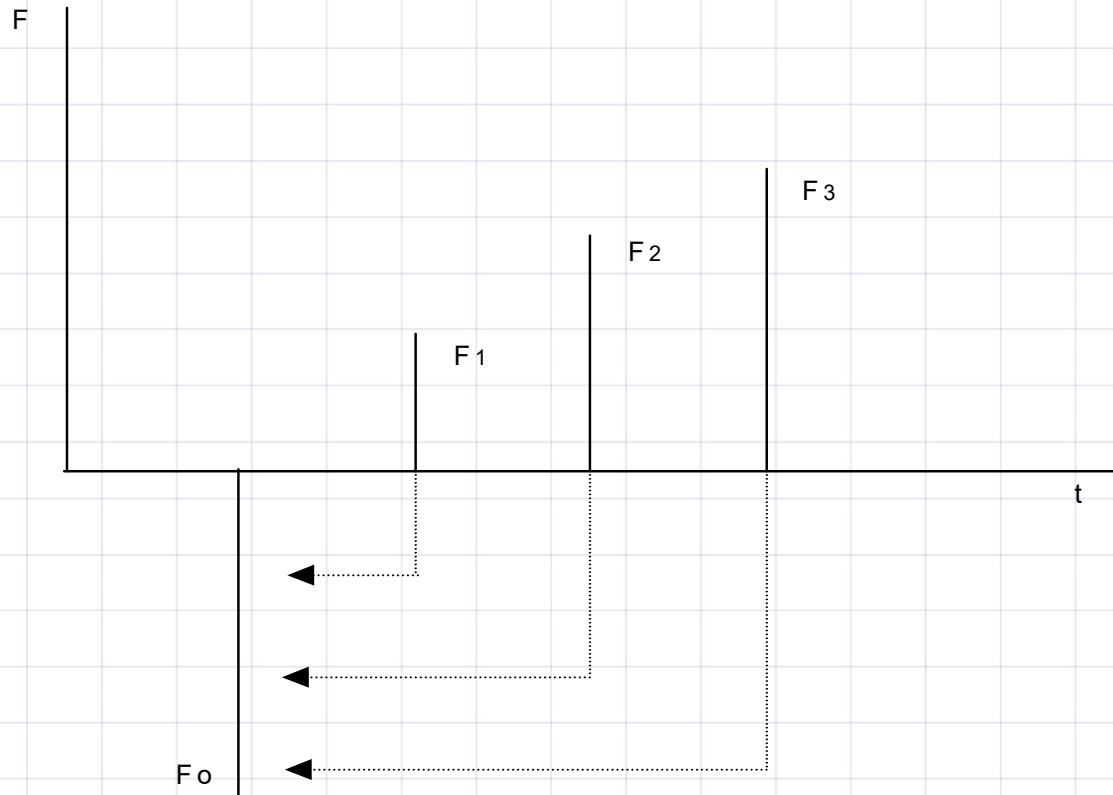
- Imposte reali sul reddito d'esercizio

Flusso monetario netto per gli azionisti

Tasso: $k_{E(L)}$

IL VALORE ATTUALE

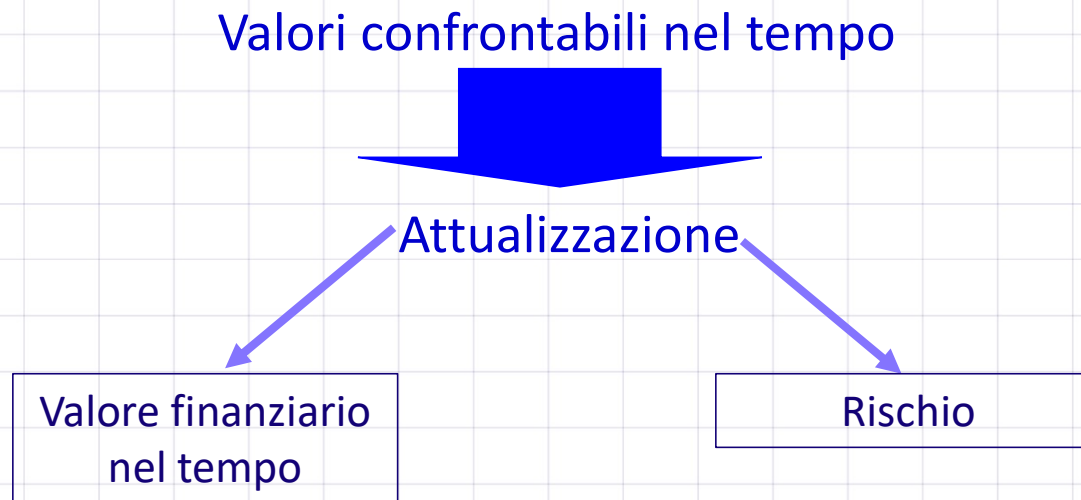
Rappresentazione grafica



VALORE ATTUALE NETTO (VAN)

Rappresenta la ricchezza incrementale generata da un progetto, espressa come se fosse immediatamente disponibile

Il VAN è la somma algebrica di tutti i flussi di cassa attualizzati, generati dal progetto considerato



VALORE ATTUALE NETTO (VAN)

Immaginando un progetto avente *sei flussi di cassa in entrata ed uno solo in uscita*, la formulazione del suo VAN sarebbe:

$$VAN = \frac{F_1}{(1+k)} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \frac{F_3}{(1+k)^3} + \frac{F_4}{(1+k)^4} + \frac{F_5}{(1+k)^5} + \frac{F_6}{(1+k)^6} - F_0$$

in cui:

F_t : flussi di cassa, coerenti con il costo opportunità del capitale

F_0 : esborso iniziale

k : costo del capitale, coerente con i flussi

VALORE ATTUALE NETTO (VAN)

Consente un migliore apprezzamento della ricchezza incrementale generata da un progetto, in sintonia con la TEORIA DEL VALORE

Se $VAN = 0$, tutte le risorse finanziarie impiegate a copertura trovano remunerazione coerente rispetto al profilo di rischio che l'investimento comporta

Se $VAN > 0$, si genera un extra-valore rispetto alla remunerazione normale. Tale valore extra-valore è di proprietà degli azionisti, che pertanto preferiranno investire in progetti a $VAN > 0$ e più elevato possibile

TASSO INTERNO DI RENDIMENTO (TIR)

È quel tasso che rende il VAN nullo

$$\sum_{t=0}^n \frac{\text{Flussi di Cassa}_t}{(1 + \text{Tir})^t} = 0$$

Regola decisionale:
accettare i progetti con TIR superiore al costo del capitale (Wacc)