



LA VALUTAZIONE DEL RISCHIO D'IMPRESA

Serata di formazione del Gruppo Giovani Imprenditori di Venezia

Introduzione

Il tema della valutazione del rischio d'impresa ha assunto un interesse in forte crescita a causa di un profondo processo di trasformazione che sta interessando i mercati finanziari nazionali ed internazionali. Alcuni importanti eventi, quali l'adozione dei Nuovi Principi Contabili Internazionali e l'adozione dell'Accordo di Basilea 2, hanno ridisegnato le logiche del sistema impresa, mettendo in crisi i modelli ormai superati ed anacronistici. In particolare il recepimento dell'Accordo di Basilea 2 non rappresenta solo una riforma della normativa bancaria finalizzata ad adeguare la capitalizzazione del settore creditizio ai rischi connessi all'attività bancaria, ma è anche la sintesi di una vera e propria rivoluzione finanziaria, in quanto va a modificare i principi base che hanno regolato e regolano il rapporto attuale tra banca e impresa. L'accesso al credito da parte delle imprese sarà sempre più correlato alla capacità di mostrare una condizione aziendale equilibrata. Ciò significa non solo redditività sufficiente, ma anche livelli contenuti di indebitamento e corretto utilizzo delle fonti di capitale. Il rating diviene lo strumento di selezione, attraverso cui il settore bancario valuterà il merito creditizio della controparte, bocciando le iniziative ritenute eccessivamente rischiose e non meritevoli di supporto nel processo di sviluppo. Ciò significa che le imprese devono organizzarsi per tempo per utilizzare strumenti di autodiagnosi che valutino gli equilibri storici e prospettici dell'impresa stessa.

Il budget dovrà diventare strumento operativo di programmazione, i piani industriali, lo studio sulla redditività degli investimenti, la scelta delle corrette fonti di finanziamento e la conseguente analisi dei costi di tali fonti diventeranno attività strategiche e indispensabili per restare sul mercato.

Tutto ciò obbliga a sfruttare modelli di valutazione degli equilibri dell'impresa semplici da interpretare, ma nel contempo efficaci e dunque capaci di evidenziare le variabili rilevanti che esprimono il rischio d'impresa.

In questo lavoro propongo un modello di valutazione della crescita economica e finanziaria, che deve la sua semplicità alla relazione "circolare" e continua esistente tra le variabili del bilancio aziendale.

L'impresa attua in maniera continuativa e ripetitiva processi produttivi, ossia attività di acquisto, trasformazione e vendita, generando due tipi di fabbisogni: i primi a lenta rotazione relativi a investimenti in struttura (impianti, macchinari, brevetti, licenze, partecipazioni, ecc.), i secondi a veloce rotazione relativi al pagamento dei costi di gestione non ancora recuperati (rappresentati da crediti verso clienti, crediti verso erario, magazzino, ecc. al netto dei debiti verso fornitori e gli altri debiti di gestione).

Tali investimenti di capitale devono essere finanziati con fonti di capitale, o proprie o di terzi, adeguate al tipo di fabbisogno che vanno a coprire ed in proporzioni tali da evitare eccessivi livelli di indebitamento (ossia di sottocapitalizzazione).

Infine, i capitali investiti nell'attività dovranno produrre margini sufficienti, ossia redditi adeguati per remunerare tutti i soggetti che all'impresa hanno fornito capitali in relazione ai rendimenti attesi e al rischio supportato.

Nel primo paragrafo analizzerò gli aspetti generali della valutazione di impresa. Nel secondo paragrafo indicherò i valori fondamentali per fare l'analisi. Nel terzo paragrafo verrà presentato un modello di quantificazione di tali valori. Il quarto paragrafo sarà invece dedicato all'analisi dell'evoluzione degli equilibri patrimoniali, finanziari ed economici dell'impresa. Nell'ultimo paragrafo, infine, cercherò di spiegare in che modo i valori fondamentali sopra descritti dovrebbero essere combinati fra loro ai fini di una crescita equilibrata e come uno scostamento dagli standard ottimali produca un aumento del rischio e quindi un peggioramento del rating aziendale che evidenzia la crisi dell'impresa se tali scostamenti non vengono prontamente corretti.

1. La valutazione dell'Impresa. Aspetti Generali

La valutazione di un'impresa passa attraverso l'analisi di alcuni valori fondamentali in grado di descrivere la capacità dell'azienda di generare un'adeguata redditività, un contenuto livello di indebitamento ed una idonea copertura dei fabbisogni di capitale. Analizzare un'impresa significa dunque capire se essa può definirsi equilibrata sotto un profilo economico, finanziario e patrimoniale e, in caso di scostamento rispetto ai valori ritenuti ottimali, identificare le corrette politiche economico-finanziarie necessarie per riequilibrare l'impresa stessa. Per essere dunque in grado di esprimere un giudizio rigoroso e completo sull'impresa è necessario utilizzare metodologie di analisi e strumenti informatici, ossia elementi che guidino il nostro processo valutativo, al fine di individuare le anomalie di gestione e di intervenire adeguatamente per correggerle. Per valutare un'impresa è necessario quantificare quattro valori fondamentali:

- Il Capitale Investito Operativo;
- Il Margine Operativo netto;
- Le Fonti di Capitale;
- Il Costo delle Fonti di Capitale;

Come avremo modo di osservare, questi valori sono strettamente correlati tra loro secondo una logica che è necessario conoscere per poter comprendere la dinamica economica e finanziaria dell'impresa.

2. I quattro valori fondamentali

L'analisi dell'impresa deve quindi basarsi sulla quantificazione dei quattro valori fondamentali. Vediamo innanzitutto cosa rappresentano tali valori.

2.1 Il Capitale Investito Operativo

Il Capitale Investito Operativo (CI) indica il capitale speso per coprire i fabbisogni finanziari dell'impresa generati dalla gestione operativa. Esso si determina sommando le uscite sostenute per gli investimenti a lento processo di recupero e investimento (e quindi a lenta rotazione) e gli investimenti a veloce processo di recupero e investimento (e quindi a veloce rotazione). Il Capitale Investito infatti altro non è che la somma del Capitale Fisso (CF) e del Capitale di Giro (CG).

2.2. Il Margine Operativo Netto

Il Margine Operativo Netto (o M.O.N.) è il margine creato dalla gestione operativa dell'impresa (gestione caratteristica + gestione degli investimenti). Esso viene determinato come differenza tra i ricavi operativi ed i costi operativi. È il margine più importante che si può evidenziare nel conto economico in quanto esprime la capacità dell'azienda di generare flussi economici con l'attività tipica e non è influenzato da elementi estranei alla gestione.

2.3. Le Fonti di Capitale

Ogni impresa, per coprire i suoi fabbisogni, deve ricorrere all'utilizzo di fonti di capitale, ossia ammontari di denaro da utilizzare per far fronte ai pagamenti operativi se questi non sono compensati da incassi operativi.

Esistono due grandi categorie di fonti di capitale che possono essere utilizzati dall'impresa:

- il Capitale Proprio (o Capitale di Rischio);
- il Capitale di Terzi (o Debiti Finanziari)

2.4. Il Costo delle Fonti di Capitale

Si è detto che l'impresa per coprire i suoi fabbisogni deve utilizzare delle fonti di capitale (proprio o di terzi). Le fonti di capitale generano dei costi, rappresentati dalle attese di remunerazione dei soggetti conferenti tali capitali. Così ad esempio le banche e gli obbligazionisti prestano capitale all'impresa (capitale di terzi) richiedendo un interesse, commisurato all'importo, al tempo e al rischio assunto. Tale remunerazione per l'impresa rappresenta gli oneri finanziari da pagare.

I soci invece (o il singolo imprenditore), che sono direttamente coinvolti nel rischio aziendale, forniscono all'impresa mezzi propri (capitale proprio) richiedendo una remunerazione proporzionale al capitale fornito e al rischio assunto che sarà tanto più elevata quanto più elevato è tale rischio legato all'operatività aziendale (rischio operativo) e al rapporto tra Capitale di Terzi e Capitale Proprio, ossia il coefficiente di indebitamento (rischio finanziario).

Quindi riassumendo l'impresa ottiene capitale da terzi (Capitale di Terzi) che remunererà con gli interessi passivi (Oneri Finanziari) che maturano a un tasso di remunerazione prestabilito tra le parti, e capitale dai soci o dall'imprenditore come mezzi propri (Capitale Proprio). Sul capitale proprio matura una remunerazione che potremmo definire utili attesi che non sono prestabiliti, ma che sono in funzione del

capitale fornito e del rischio sopportato. La somma di interessi attesi e utili attesi rappresenta il costo delle fonti di capitale. In sintesi:

$$\text{Costo delle Fonti di Capitale} = \text{OF} + \text{UTILI attesi}$$

3. La quantificazione dei quattro valori fondamentali

Oltre a capire cosa rappresentano i quattro valori fondamentali, è necessario quantificare il Capitale Investito Operativo.

3.1. Il Capitale Investito Operativo

Per quantificare il Capitale Investito Operativo è necessario determinare il Capitale Fisso e il Capitale di Giro:

a) il Capitale Fisso

ogni impresa, per attuare i processi produttivi, deve disporre di un'adeguata struttura produttiva che è il frutto dell'acquisizione iniziale e dei successivi adeguamenti alle necessità operative delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie necessarie per avviare, mantenere efficiente ed incrementare il processo produttivo. Tale acquisizione comporta per l'impresa il sostenimento di costi pluriennali. Definiremo *Capitale Fisso* l'insieme delle risorse finanziarie che l'impresa ha dovuto spendere e non è ancora riuscita a recuperare per costituire, adeguare o rendere più efficiente la struttura produttiva dell'impresa stessa. Il fabbisogno finanziario generato da tali investimenti è eterno (dura abitualmente fino a quando l'impresa non viene liquidata), infatti, ai progressivi flussi di recupero per l'incasso di quella parte di ricavi imputati agli ammortamenti, seguono ulteriori flussi di uscita per i reinvestimenti necessari a mantenere o adeguare la capacità produttiva dell'impresa (potremo definire il capitale

speso per tali investimenti a lenta rotazione). Le decisioni relative a quest'area determinano le poste di bilancio che non prevedono un recupero diretto del capitale investito, in quanto ciò avviene solo indirettamente attraverso la gestione caratteristica. Infatti solo il *cash flow* (flusso di cassa) gestionale, cioè le entrate al netto delle uscite dell'attività tipica, consente di recuperare il capitale investito. Eccezionalmente il recupero del capitale fisso può avvenire attraverso il disinvestimento delle immobilizzazioni stesse. Le poste di bilancio generate dalle decisioni relative a quest'area sono rappresentate dalle immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie ed in particolare:

- **Terreni e immobili;**
- **Immobilizzazioni tecniche al netto dei relativi fondi di ammortamento:** beni strumentali utilizzati dall'impresa per attuare processi produttivi e riguardano impianti, macchinari, attrezzature e simili;
- **Attività immateriali e oneri pluriennali netti:** sono comprese, prevalentemente, le poste che rappresentano le uscite non ancora recuperate per l'acquisto di diritti di brevetto industriale, diritti di concessione, diritti d'utilizzazione di tecnologia e per il sostenimento di spese di impianto e di ampliamento e per la capitalizzazione di costi, ecc.;
- **Partecipazioni nette:** sono costituite da quelle poste che rappresentano investimenti in partecipazioni verso società controllanti, controllate, collegate e verso altre società, al netto del fondo svalutazione partecipazione;
- **Crediti diversi e altre attività finanziarie:** si tratta di depositi cauzionali a medio e lungo termine o impieghi derivanti da finanziamenti a società appartenenti al gruppo come crediti finanziari imprese controllanti, controllate e collegate; titoli utilizzati per le cauzioni necessarie per partecipare ad appalti, aste, ecc..
- **Immobilizzazioni in corso e anticipi per immobilizzazioni:** le immobilizzazioni in corso e gli acconti che hanno generato flussi di uscita e non sono state ancora completate.

Tutte le poste relative alle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie vanno diminuite degli eventuali importi non ancora pagati e quindi degli eventuali debiti verso fornitori di tali immobilizzazioni, in quanto se il bilancio evidenzia ancora il debito, è chiaro che non vi è ancora stato l'esborso finanziario e quindi non si è ancora avuto l'investimento di capitale fisso. Il fabbisogno finanziario e quindi il relativo l'esborso di Capitale si manifesterà nel momento in cui l'impresa dovrà effettivamente pagare l'investimento effettuato.

b) il Capitale di Giro

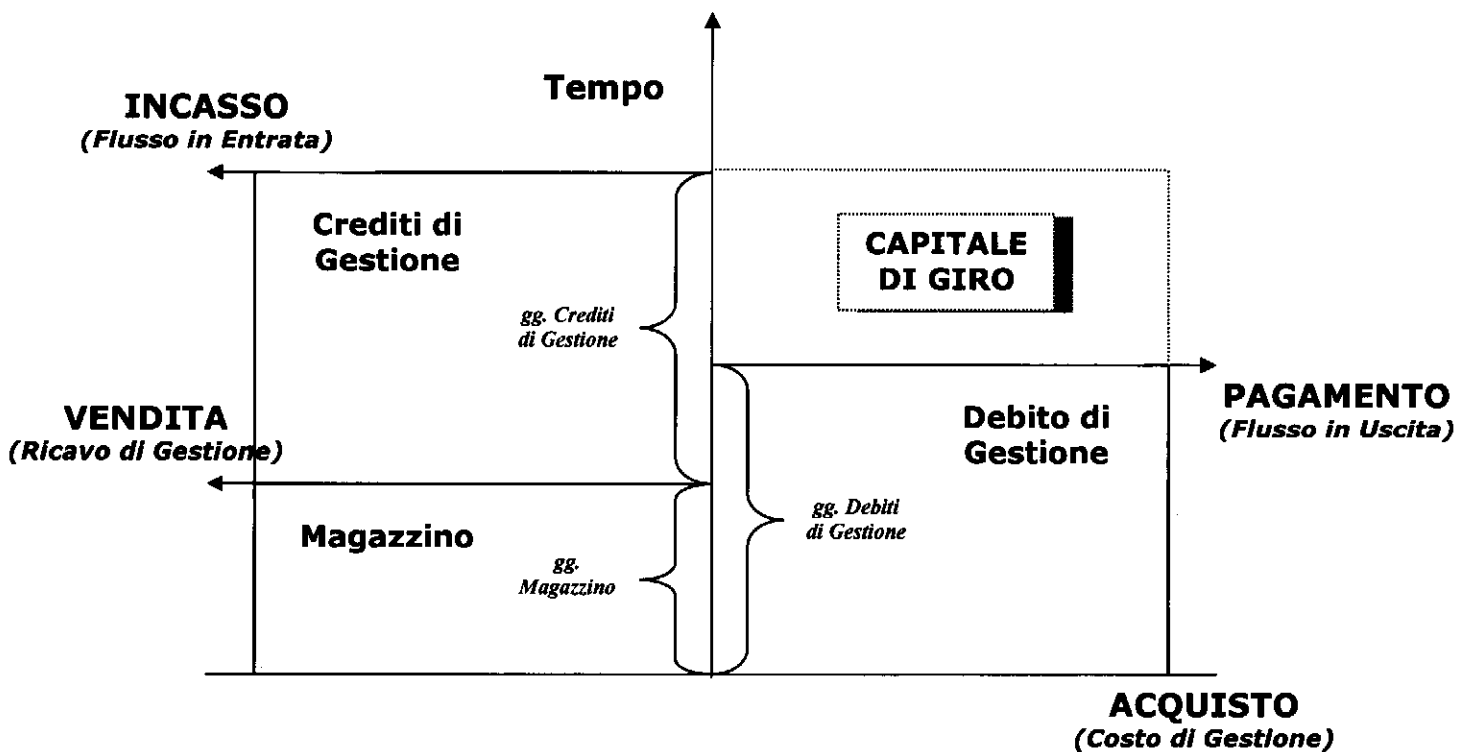
come è noto l'impresa attua processi produttivi in modo continuativo e ripetitivo. Il processo produttivo d'impresa si articola in tre fasi principali: la fase dell'acquisto, della trasformazione e della vendita. Durante la prima fase, l'impresa acquista i materiali, i servizi e il lavoro dipendente necessari per la gestione caratteristica, sostenendo dunque dei costi che vengono definiti "Costi di Gestione". La manifestazione economica del "costo" troverà contropartita in una manifestazione finanziaria rappresentata da un "pagamento" (flusso in uscita) in una certa data futura che dipende dalle dilazioni ottenute sugli acquisti. L'impresa evidenzia quindi dei debiti di gestione per la dilazione ottenuta sui pagamenti connessi a tali costi e per tal motivo definiti "Debiti di Gestione". Tale aggregato comprende i debiti e le cambiali passive commerciali a breve e a medio-lungo termine, verso fornitori di materiali e servizi e verso società collegate per operazioni commerciali; gli acconti e gli anticipi da clienti e le fatturazioni dei corrispettivi per avanzamento lavori in corso che non trovano una diretta compensazione con le poste di magazzino, i debiti diversi di natura operativa, a breve e a medio-lungo termine quali i debiti tributari, i debiti verso istituti di previdenza, i debiti verso enti mutualistici, i debiti verso dipendenti, i debiti verso lo Stato e altri enti pubblici, i ratei e risconti passivi, il fondo trattamento di fine rapporto (TFR), i fondi rischi e oneri e spese future non direttamente decurtabili dalle poste dell'attivo, il fondo imposte e tasse, ecc. La durata della dilazione mediamente ottenuta è definita "gg di Debiti di Gestione".

Contestualmente all'acquisto dei beni (materie prime, semilavorati o prodotti finiti), nasce un "Magazzino" (questo aggregato comprende le rimanenze di materie prime, semilavorati, commesse in corso, prodotti finiti, imballaggi, al netto dei fondi di

svalutazione relativi, vanno inoltre compresi gli acconti pagati a fornitori di materiali e servizi) di entità pari al valore dei beni non ancora venduti (valutati secondo un determinato metodo tra quelli consentiti dalla normativa fiscale: LIFO, FIFO, Costo Medio Ponderato). I giorni di rotazione media delle scorte, ossia il periodo di tempo che passa mediamente dal momento in cui i beni sono acquistati al momento in cui (eventualmente trasformati) sono venduti; è definito “gg. di Magazzino”, che è l’inverso dell’indice di rotazione del magazzino. La vendita chiude il ciclo operativo, generando un effetto di natura economica, il ricavo di gestione, ed uno di natura finanziaria, “l’incasso” (flusso in entrata) che si manifesterà alla scadenza effettiva delle dilazioni concesse ai clienti. Fino a quando non si manifesterà l’incasso, la vendita genera dei crediti che sono definiti “Crediti di Gestione”.

Tale aggregato comprende i crediti commerciali a breve, a medio e a lungo termine netti e i crediti operativi diversi (ad esempio crediti verso erario per IVA). La durata delle dilazioni mediamente concesse è definita “gg. di Crediti di Gestione”.

Riassumiamo quanto detto con uno schema.



La ripetitiva attività di acquisto, trasformazione e vendita genera un flusso continuo di pagamenti, conseguenti ai costi, e di incassi, relativi ai ricavi. La successione temporale degli incassi e pagamenti genera fabbisogni se i secondi anticipano i primi o disponibilità (nel caso opposto). Il volume di tali risorse, sia in caso di deficit che di surplus finanziari, viene definito *Capitale di Giro negativo o positivo*.

Il Capitale di Giro esprime il fabbisogno o la disponibilità a veloce rotazione, ossia quella parte di costi già sostenuti che non sono ancora stati recuperati attraverso gli incassi o viceversa; esso dunque può essere calcolato come somma algebrica di crediti di gestione e magazzino al netto dei debiti di gestione:

$$\mathbf{CG = Crediti di Gestione + Magazzino - Debiti di Gestione}$$

Se i pagamenti precedono gli incassi (come nel grafico appena descritto), l'azienda mostra un fabbisogno di fonti di capitale per coprire lo sfasamento. È bene ricordare tuttavia che il fabbisogno a veloce rotazione nasce soltanto se i pagamenti precedono gli incassi e cioè quando l'impresa evidenzia un "ciclo monetario" positivo (maggiore di zero). Il ciclo monetario è quindi dato dallo sfasamento temporale tra pagamenti ed incassi e si misura generalmente in giorni. Esso si calcola come segue:

$$\mathbf{gg. Ciclo Monetario = gg. Cred. di Gestione + gg Magazzino - gg. Deb. di Gestione}$$

Se il ciclo monetario risulta invece negativo significa che i giorni di debiti di gestione sono maggiori della somma dei giorni crediti di gestione e di magazzino. In questo caso l'impresa ottiene prima gli incassi e poi effettua i pagamenti (tipico della grande distribuzione, ristoranti ed in generale di tutte le imprese al dettaglio). Quindi i flussi di cassa in entrata anticipano quelli in uscita. L'impresa non ha quindi alcun fabbisogno di capitale dato che si manifesta un "surplus finanziario", ossia l'impresa ha delle disponibilità finanziarie.

3.2 Il Margine Operativo Netto

Per poter quantificare il margine operativo netto, è necessario conoscere cinque valori che sono rilevabili dal conto economico dell'impresa:

- **Ricavi Netti di Gestione:** questa voce misura il giro d'affari dell'impresa ed è formata dalla differenza tra i ricavi d'esercizio e i valori di rettifica (sconti, abbuoni, resi e rettifiche). Tra i ricavi di esercizio possiamo distinguere: ricavi delle vendite e delle prestazioni, ricavi e proventi diversi operativi, recuperi di costi e addebiti, proventi da partecipazioni, dividendi su partecipazioni in società controllante, controllate e collegate, interessi attivi e proventi su crediti di gestione, interessi di mora su crediti ecc. È indispensabile che in questa posta vengano raggruppati tutti i ricavi derivanti dall'attività tipica dell'impresa (attività operativa).
- **Costi Materiali:** è dato dal valore delle rimanenze iniziali più gli acquisti al netto delle rimanenze finali. Tale valore, che rappresenta il consumo dei materiali, viene rettificato dal valore delle eventuali capitalizzazioni di costi e delle immobilizzazioni costruite in economia. Il valore che viene attribuito alle rimanenze iniziali, sia che si riferiscano a materie prime, a prodotti in corso di lavorazione o a prodotti finiti, corrisponde in ogni caso a costi sostenuti in passato per l'acquisto o per la produzione di beni che daranno luogo a ricavi nell'esercizio in corso o in quelli futuri. Facendo la differenza tra il valore delle rimanenze finali e quello delle rimanenze iniziali si può individuare la politica delle scorte dell'impresa. La voce degli acquisti netti è data dagli acquisti di materie prime, sussidiarie, di consumo (merci e imballi), dagli acquisti di beni destinati alla commercializzazione, dal conferimento di beni per lavorazione, dagli interessi passivi su debiti commerciali ecc. al netto di resi, sconti ed abbuoni attivi.
- **Costi per l'acquisto dei servizi:** le voci principali che compongono il costo dei servizi sono legati alle lavorazioni presso terzi, alle assistenze e alle manutenzioni, ai trasporti e alle spedizioni, alle spese promozionali e alla

pubblicità, alle provvigioni, agli oneri commerciali, ai costi di ricerca e sviluppo, ai costi generali e a quelli amministrativi, agli accantonamenti per rischi, alle svalutazione crediti ecc., ai compensi agli amministratori, ai canoni di leasing operativo, ai costi per godimento di beni di terzi ecc.

- **Costo del lavoro dipendente:** è dato dai costi per salari e stipendi ed altre competenze del personale, dagli oneri sociali, da altri costi del personale, ecc. e dall'accantonamento al fondo trattamento di fine rapporto (fondo TFR).
- **Ammortamenti:** si tratta di tutti gli ammortamenti addebitati in conto economico come costi non monetari e relativi alla quota di costo pluriennale pagato per l'acquisto di immobilizzazioni materiali e immateriali di competenza dell'esercizio in esame.

Dalla differenza tra ricavi operativi e costi di gestione (costi materiali, costi per servizi e costi per lavoro dipendente) si ottiene un primo margine prodotto dalla gestione caratteristica e definito come Margine Operativo Lordo (o M.O.L.). Questo margine non considera tuttavia una fetta importante di costi legati alla gestione e relativi agli investimenti durevoli dell'impresa. Se al M.O.L. sottraiamo dunque gli ammortamenti, otteniamo il Margine Operativo Netto.

Il margine operativo netto serve all'impresa per remunerare i conferenti del capitale, ossia, i soggetti che apportano nell'impresa fonti di capitale, sia nella forma del capitale di rischio (Capitale Proprio) che nella forma di capitale di debiti finanziari (Capitale di Terzi). Per tale motivo esso dovrà avere una consistenza tale da soddisfare le attese di remunerazione dei soci, delle banche e degli altri finanziatori.

3.3 Le Fonti di Capitale (o Fonti Finanziarie)

Le fonti di capitale come abbiamo visto sono suddivisibili in fonti di Capitale Proprio o fonti di Capitali di Terzi.

Passiamo ora alla quantificazione di tali fonti.

Nel primo caso è l'imprenditore, o la compagine sociale, a fornire all'impresa i mezzi finanziari di cui necessita o, come più spesso avviene, una parte di essi. Il

Capitale Proprio comprende il capitale sociale sottoscritto e versato, le varie riserve e gli utili degli esercizi precedenti al netto delle perdite accumulate negli esercizi passati, gli utili e l'eventuale perdita dell'esercizio esaminato, tutte le forme di finanziamento dei soci infruttifere che permangono durevolmente nell'impresa. Il capitale proprio è la forma di finanziamento più idonea a coprire il fabbisogno finanziario di capitale fisso e a finanziare i nuovi investimenti, infatti non avendo vincoli di rimborso, non solo garantisce la copertura di tale fabbisogno, ma consente con i flussi di recupero di finanziare i reinvestimenti fino alla liquidazione dell'impresa.

Nel secondo caso invece, il capitale viene fornito da economie esterne sotto forma di prestito o di fido. In questa categoria ritroviamo prima di tutto i prestiti bancari, di qualsiasi natura, e i finanziamenti ottenuti ad esempio con l'emissione di obbligazioni da investitori privati o istituzionali.

I finanziamenti di terzi possono essere fonti di capitale con piano di rientro e le fonti di capitale a veloce rotazione.

Le prime sono le poste relative a debiti finanziari verso banche e verso altri (intermediari e mercato) a medio-lungo termine che dovrebbero coprire quella parte di fabbisogno finanziario generato dagli investimenti fissi non coperto dal capitale proprio. Tali poste sono:

- le obbligazioni;
- i finanziamenti soci e azionisti onerosi;
- i debiti verso banche e verso altri intermediari finanziari (i mutui, ecc.);
- gli altri debiti finanziari quali cambiali finanziarie, cambiali passive per impianti (Legge Sabatini, ecc.);

Tali finanziamenti che prevedono un piano di rientro in una o più rate, devono essere concessi solo all'impresa che potrà contare in futuro su flussi monetari positivi generati dalla sua redditività, che la banca, attraverso il finanziamento anticipa. Tali finanziamenti possono essere considerati quindi come i temporanei sostituti del capitale proprio in formazione (redditi futuri) e il piano di ammortamento del debito finanziario a medio-lungo termine deve essere condizionato dalla capacità e dal tempo necessari a

creare i cash flow positivi necessari al totale rientro e alla remunerazione di tali finanziamenti.

La seconda tipologia di fonti di capitale è rappresentata dalle fonti a veloce rotazione. Si tratta di poste relative ai debiti finanziari verso banche e altri intermediari a “breve” termine, ma rotativi (con scadenza illimitata, salvo revoca) e sono adatti quindi a coprire il fabbisogno finanziario generato dalla gestione corrente (il capitale di giro) che ha la caratteristica di essere un fabbisogno eterno, ma caratterizzato da una veloce rotazione ed elasticità. Tali finanziamenti legati alla gestione del servizio di incasso e pagamento eseguita dalle banche, possono quindi adeguarsi alle continue espansioni e contrazioni del capitale di giro stesso. Tali poste sono i debiti finanziari a “breve” termine, ma rotativi, verso banche e altri intermediari finanziari e sono rappresentati da:

- anticipazione di effetti allo sconto e al salvo buon fine;
- debiti verso banche per scoperti di conto corrente;
- anticipi su fatture relativi a forniture nazionali o estere;
- anticipi su importazioni;
- anticipi su ordini;
- anticipi su cambiali passive;
- debiti verso società di factoring;
- sconto di carta commerciale,
- ecc.

3.4 Il Costo del Capitale

Si tratta ora di quantificare il costo delle fonti di capitale. Come si è potuto già osservare dall'analisi del secondo valore fondamentale, l'impresa con la sua attività caratteristica produce margini. Si è analizzato in particolare il Margine Operativo Netto, ottenuto come differenza tra ricavi operativi e costi operativi. Il M.O.N. è per l'impresa il margine più importante perché destinato alla copertura dei costi relativi alle fonti di capitale. Infatti il margine operativo netto in parte andrà a coprire gli oneri finanziari,

mentre la parte residua rappresenterà l'utile che servirà per remunerare i fornitori di Capitale Proprio.

Ovviamente al termine di ogni esercizio si potrà constatare se il margine prodotto con la gestione (come normalmente avviene) si discosta per eccesso o per difetto da quello atteso. Nella prima ipotesi si verificherà che i margini risultano abbondanti, in grado cioè di pagare i terzi secondo al tasso concordato e i soci (o l'imprenditore) con rendimento superiore alle aspettative. Nella seconda ipotesi invece essendo il margine non adeguato i terzi dovranno essere remunerati secondo i parametri concordati, mentre i soci otterranno un utile inferiore rispetto a quello atteso; se il margine è però negativo, i terzi dovranno essere remunerati in relazione agli accordi e i soci non solo non riceveranno remunerazione, ma perderanno in parte o totalmente il capitale proprio conferito.

Quest'ultimo caso è ovviamente il più grave, in quanto non solo l'impresa non produce margini adeguati per soddisfare le attese di remunerazione dei conferenti di capitale proprio, ma se il capitale di rischio (capitale proprio) è insufficiente a coprire le perdite, l'impresa non potrà remunerare e rimborsare il debito finanziario con evidenti rischi di default.

La quantificazione del costo del capitale si ottiene quindi moltiplicando il costo medio ponderato del capitale (wacc) per le fonti di capitale. In sintesi:

$$\text{Costo Percentuale del Capitale} = r_{wacc} = (CP \times r_s + CT \times r_b) / (CP + CT)$$

Costo Percentuale del Capitale = costo medio ponderato del capitale

Rwacc = Weighted average cost capital rate

CP = Capitale Proprio

r_s = rendimento atteso sul capitale proprio dai soci

CT = capitale di terzi finanziario

r_b = rendimento atteso sul capitale di terzi dai finanziatori

Tale costo percentuale del capitale va confrontato con il ROI, Rendimento percentuale del capitale investito, ottenuto dividendo il margine operativo netto sul capitale investito e moltiplicando il tutto per cento.

L'impresa crea valore se il ROI è maggiore del wacc, distrugge valore nel caso contrario.

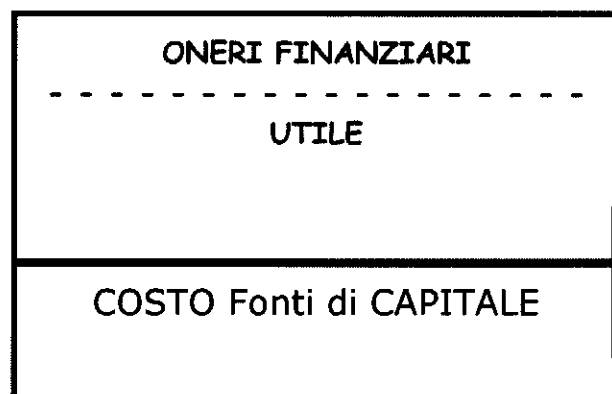
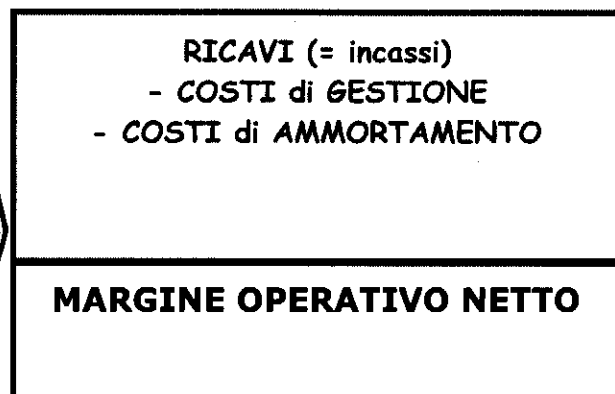
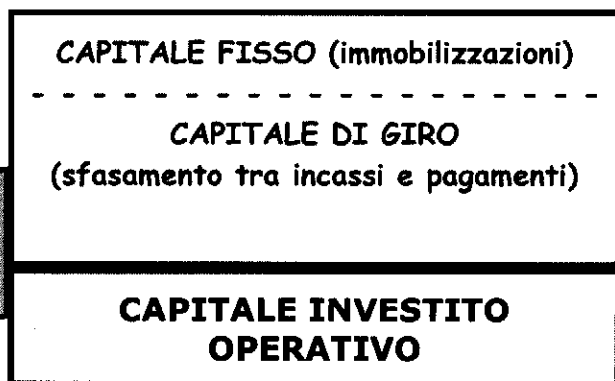
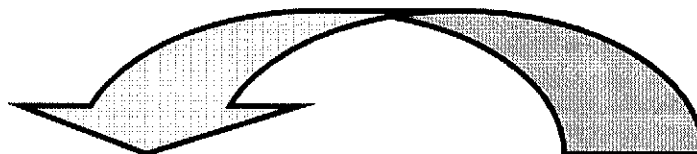
4. L'Analisi degli Equilibri ed il Rating

Definito il sistema di quantificazione dei valori rilevanti da considerare in un processo di valutazione dell'impresa, resta da capire in che modo utilizzare queste informazioni per l'analisi degli equilibri aziendali. Per fare ciò è opportuno capire i legami che esistono tra di essi.

Si è detto che il Capitale Investito di un'impresa è dato dalla somma del Capitale Fisso, ossia il capitale a lenta rotazione necessario a coprire i fabbisogni finanziari legati agli investimenti durevoli, e del Capitale di Giro rappresentato da tutti i pagamenti di gestione relativi ai costi di gestione che non sono ancora stati compensati con gli incassi dei ricavi di gestione, ossia il capitale a veloce rotazione (che si quantifica sommando i crediti di gestione al magazzino e sottraendo i debiti di gestione).

Il Capitale Investito consente di attuare i processi produttivi (la continua e ripetitiva attività di acquisto - trasformazione e vendita) che generano il Margine Operativo Netto (MON) ottenuto come differenza tra i ricavi prodotti con la gestione caratteristica (corrente) ed i costi operativi. Tale margine è destinato alla remunerazione delle fonti di finanziamento, così parte del MON viene usato per far fronte agli interessi maturati sul capitale di credito (oneri finanziari), mentre la restante parte diventa remunerazione del capitale proprio in termini di utile netto dopo aver dedotto le imposte e tasse di competenza. Il capitale di credito, o capitale di terzi, può essere a medio - lungo (a rientro) o a breve termine (rotativo). Il capitale di terzi a medio - lungo dovrebbe essere usato per coprire i capitali investiti a lenta rotazione non coperti dai mezzi propri in quanto svolge la funzione di temporaneo sostituto del capitale proprio, infatti dovrà essere rimborsato con i redditi futuri prodotti dall'impresa. Quello rotativo (di breve periodo) dovrebbe invece essere utilizzato per coprire il fabbisogno che si

viene a creare quando le imprese hanno uno sfasamento tra tempi di pagamento e di incasso. Il totale delle fonti di finanziamento deve coincidere con il capitale complessivamente investito dall'impresa. Lo schema riportato qui di seguito illustra quanto appena evidenziato.



La valutazione dell'impresa e dunque il suo rating, va fatta analizzando i tre equilibri che ci devono essere tra i quattro valori fondamentali ed in particolare:

- 1) L'equilibrio Patrimoniale;
- 2) L'Equilibrio Finanziario;
- 3) L'Equilibrio Economico;

- **Equilibrio Patrimoniale:** con l'equilibrio patrimoniale si cerca di valutare le scelte dell'impresa relativamente al corretto utilizzo delle fonti di capitale nella copertura dei fabbisogni finanziari. Così un'impresa può essere definita equilibrata patrimonialmente se utilizza fonti di capitale a lenta o nulla rotazione (Capitale Proprio –CP- e Capitale di terzi a medio lungo –CTm/l-) per la copertura degli investimenti a lenta rotazione (il Capitale Fisso –CF-), e fonti di finanziamento a veloce rotazione (Capitale di terzi “a breve” –CTb-) per la copertura degli investimenti a veloce rotazione (il Capitale di Giro –CG-). Uno scorretto utilizzo delle fonti aumenta il rischio dell'impresa, in quanto si potrebbero verificare in futuro tensioni finanziarie e quindi il rating è basso.

E' importante ricordare che, qualora esistessero investimenti estranei alla gestione caratteristica (cosiddetti “Extragestione”) questi dovrebbero essere coperti interamente con mezzi propri. Ciò significa che a copertura del capitale fisso rimane solo quella parte di capitale proprio che residua dopo la copertura dell'extragestione. Il grado di equilibrio patrimoniale può essere valutato attraverso l'utilizzo di un indicatore chiamato “Coefficiente di Copertura delle Immobilizzazioni” e calcolato come segue:

$$\text{Coeff. Cop. Immobilizzazioni} = \frac{CP + CTm/l - \text{Extragestione}}{CF} \%$$

Potremmo dunque definire un'impresa equilibrata patrimonialmente se questo indicatore supera il 100% e il Capitale Proprio è maggiore del 50% del Capitale Fisso.

- **Equilibrio Finanziario:** con l'equilibrio finanziario si valuta il grado di indebitamento finanziario dell'impresa. Più alto è il rapporto tra capitale di terzi e

capitale proprio e più elevato si mostrerà il rischio aziendale in quanto un eccesso di indebitamento rende l'impresa vulnerabile in caso di crisi economica e quindi peggiore sarà il suo rating.

Il grado di equilibrio finanziario può essere studiato attraverso l'utilizzo di un indicatore chiamato "Coefficiente di Indebitamento" e calcolato come segue:

$$\text{Coeff. di Indebitamento} = \frac{CTt}{CP}$$

Per la realtà italiana, potremmo definire un'impresa equilibrata finanziariamente se questo indice è inferiore a 3.

- **Equilibrio Economico:** con l'equilibrio economico infine si cerca di valutare la capacità dell'impresa di generare margini adeguati per remunerare il costo delle fonti di capitale.

Il grado di equilibrio economico può essere evidenziato confrontando la redditività operativa dell'impresa (ottenuta come rapporto percentuale tra margine operativo netto e capitale investito – il Roi) con il costo del capitale di terzi (ottenuto come rapporto percentuale tra oneri finanziari e capitale di terzi totale – $i\%$). Si usa il costo del capitale di terzi perché nella realtà italiana è molto difficile ottenere l' r_{wacc} , ossia il costo medio ponderato del capitale.

La redditività percentuale del capitale investito viene definita ROI (*Return on Investment*) mentre il costo sul Capitale di terzi viene identificato dal tasso $i\%$.

$$ROI = \frac{MON}{CI} \% ; \quad i = \frac{OF}{CTt} \%$$

Il grado di equilibrio economico è positivo se il ROI è maggiore di $i\%$, e cioè se la redditività sul capitale investito riesce a far fronte al costo del capitale di terzi. Minore è la differenza tra ROI e $i\%$ (o negativa), e più elevato sarà il rischio aziendale e dunque minore sarà il suo rating.

5. Analisi di un caso

L'analisi di un caso chiarirà meglio quanto visto sopra.

L'impresa "Alfa Srl" che svolge attività di produzione ha nel 2008 la seguente situazione patrimoniale ed economica:

<i>Stato Patrimoniale in migliaia di euro</i>				<i>Conto Economico in migliaia di euro</i>	
<i>Anno 2008</i>				<i>Anno 2008</i>	
<i>Immobilizzazioni</i>	€ 5.067	<i>Capitale Proprio</i>	€ 2.923	<i>Fatturato</i>	€ 14.750
<i>Magazzino</i>	€ 820	<i>Capitale di Terzi m/l</i>	€ 1.320	<i>Costo Materiali</i>	€ 5.180
<i>Crediti di Gestione</i>	€ 2.042	<i>Capitale di Terzi b/t</i>	€ 1.680	<i>Costo Servizi</i>	€ 3.150
		<i>Debiti di Gestione</i>	€ 2.006	<i>Costo Lavoro</i>	€ 4.615
Totale	€ 7.929	Totale	€ 7.929	Margine Operativo Lordo	€ 1.805
				<i>Ammortamenti</i>	€ 1.047
				Margine Operativo Netto	€ 758
				<i>Oneri Finanziari</i>	€ 201
				Risultato Lordo	€ 557
				<i>Imposte</i>	€ 294
				Risultato Netto	€ 263

La quantificazione dei quattro valori fondamentali dell'impresa consente di valutarne gli equilibri.

ANALISI DEI VALORI FONDAMENTALI

Capitale Fisso € 5.067
Capitale di Giro € 856
CAPITALE INVESTITO OPER. € 5.923

CP + CT m/l € 4.243
Capitale terzi b/t € 1.680
FONTI DI CAPITALE € 5.923

Ricavi	€ 14.750
- Costi di Gestione	-€ 12.945
- Ammortamento	-€ 1.047
M.O.N.	€ 758

Oneri Finanziari € 201
Utile lordo € 557
COSTO FONTI CAPITALE: € 758

EQUILIBRIO PATRIMONIALE: come si può notare i mezzi di finanziamento a lenta rotazione (Capitale Proprio e Capitale di Terzi a m/l) non coprono completamente le immobilizzazioni ossia gli investimenti a lenta rotazione (Capitale Fisso pari a €5,067 milioni contro finanziamenti di Capitale Proprio e a medio - lungo periodo pari a €4,243 milioni), ciò significa che l'impresa è ricorsa ai finanziamenti rotativi per coprire il capitale investito a lenta rotazione. Infatti il fabbisogno a veloce rotazione (Capitale di Giro) è ben inferiore all'utilizzo delle fonti di capitale di terzi a veloce rotazione, il che conferma che la parte in eccesso pari a € 824 mila (€1,680-€856) va a coprire gli investimenti a lenta rotazione che creeranno in futuro problemi di tensione finanziaria (fidi incagliati).

EQUILIBRIO FINANZIARIO: per quanto concerne invece il rapporto tra le fonti di finanziamento, definito coefficiente di indebitamento o *leverage*, si può notare

che il rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri supera di poco l'unità ($€3.000/€2.923=1.03$). Ciò significa che l'impresa non è eccessivamente indebitata dato che metà del fabbisogno complessivo (Capitale Investito) viene coperto con mezzi propri e quindi anche in caso di crisi economica dell'impresa, essa avrà una sufficiente capacità di resistenza per superare tale crisi.

Riteniamo che la situazione finanziaria diviene pericolosa quando questo rapporto di leva finanziaria supera 3.

EQUILIBRIO ECONOMICO: i margini prodotti dall'azienda (€758) coprono abbondantemente il costo del capitale di terzi (€201) e questo sta a significare che l'azienda è equilibrata economicamente. In termini percentuali la redditività dell'azienda (ROI) è pari al 12,8% ($€758/€5.923$), mentre il costo sul capitale di terzi è pari al 6,7% ($€201/€3000$); ciò significa che il capitale investito rende di più di quanto costano le fonti di capitale di terzi. La parte che residua dopo aver coperto gli oneri finanziari è destinata alla remunerazione del capitale di rischio, dopo aver pagato le imposte.

La remunerazione netta del capitale proprio è pari circa al 9% ($€ 263/2.923$) che riteniamo congrua in linea con le attese di remunerazione dei finanziatori di Capitale Proprio.

Da questa analisi dunque risulta che l'azienda non è equilibrata patrimonialmente, mentre si può definire equilibrata economicamente e finanziariamente.

È importante ricordare che la redditività sul capitale proprio dell'impresa (ROE = Risultato di Bilancio/CP) è influenzata sostanzialmente da tre variabili: la redditività del capitale investito (ROI), il costo sul capitale di terzi ($i\%$) ed il grado di leva finanziaria (calcolato come rapporto tra il capitale di terzi totale ed i mezzi propri dell'impresa – CT/CP). In particolare, se la redditività delle fonti di finanziamento è maggiore del costo del capitale di terzi, tale *spread* (positivo) verrà moltiplicato per la leva finanziaria, incrementando così i guadagni. In caso di *spread* negativo invece, l'effetto moltiplicativo creato dalla leva espanderà le perdite in misura tanto più consistente quanto più elevato è il coefficiente di indebitamento. Potremmo riassumere questa relazione con la formula di Modigliani-Miller, secondo cui:

$$ROE = ROI + (ROI - i) \times \frac{CTI}{CP}$$

Cerchiamo di capire questi concetti con un esempio.

Il ROI è anche determinato dal ROS per il Turnover:

$$ROI = ROS \times TURNOVER$$

Ros = Return on sale

Turnover = Fatturato / Capitale Investito

Supponiamo ad esempio che un'impresa mostri una redditività delle vendite (ROS) del 3% ed una rotazione del capitale investito (Turnover) pari a 3. La redditività del capitale investito (ROI) risulta perciò uguale al 9%. Se il rapporto di leva finanziaria fosse ad esempio pari a 5 (impresa fortemente indebitata) ed il costo sul capitale di terzi (i%) dell'8%, la redditività del capitale proprio sarebbe uguale al 14%. Se tuttavia l'impresa fosse in grado di ridurre di un punto percentuale (e quindi molto poco) l'incidenza dei costi operativi, portando dunque il ROS al 4%, l'effetto moltiplicativo esercitato dal Turnover porterebbe al 12% il ROI e, mantenendo lo stesso livello di leva finanziaria e di costo sul capitale di terzi, il ROE salirebbe al 32%, con una variazione di venti punti percentuali!

Le cose potrebbero tuttavia non andare così bene. Se in ipotesi negativa l'incidenza dei costi aumentasse di un punto percentuale portando il ROS al 2%, l'effetto osserverebbe prima di tutto sul ROI, che scenderebbe al 6%, e dunque sul ROE il quale diventerebbe negativo (-4%) registrando una perdita, in quanto la scarsa redditività sul capitale investito non sarebbe in grado di coprire tutti gli oneri finanziari maturati sul consistente finanziamento dei terzi. Nella tabella riportata di seguito sono indicati i risultati appena descritti.

Tabella 1: Analisi di tre possibili scenari per la valutazione del rischio.

CASI	ROS	Turnover	ROI	ROE
Caso di Partenza	3,00%	3	9%	14%
Diminuzione Costi	4,00%	3	12%	32%
Aumento Costi	2,00%	3	6%	-4%

Dallo studio degli equilibri comparati con altre variabili rilevanti dell'impresa sfruttando un modello a griglia, si ottengono gli scores (lo *score patrimoniale*, lo *score finanziario* e lo *score economico*) ossia dei punteggi rilevati da 1 a 5 che sintetizzano in un giudizio numerico il grado di equilibrio dell'impresa.

Gli equilibri così calcolati danno una sintesi statica dell'impresa e, anche se importanti, non sono sufficienti ad esprimere il complesso processo di sviluppo dell'impresa nel tempo. Valutare un'impresa significa dunque interpretare anche la dinamica economica e finanziaria dell'impresa. Ciò significa ad esempio studiare l'evoluzione del fatturato, la dinamica degli investimenti e delle relative coperture, l'evoluzione nel tempo del ciclo monetario, le modifiche intervenute nella struttura finanziaria e quindi nel rapporto di indebitamento, la crescita dei margini rispetto a quella dei costi sulle fonti di capitale. Per questo motivo la procedura di analisi viene integrata con un'analisi sul trend di sviluppo, da cui si ottiene lo *score sul trend di sviluppo*. Noti i quattro *scores*, è possibile ottenere il rating quantitativo complessivo dell'impresa come somma ponderata (con pesi differenti per ciascuno score in relazione al grado di importanza attribuito a ciascuna variabile) degli *scores*. Il rating dunque, anch'esso espresso in un intervallo compreso in una scala di valori, è un giudizio sintetico sulla rischiosità dell'impresa che sarà tanto più bassa quanto più alto è il valore del rating sulla scala. Viceversa valori bassi di rating evidenziano forti disequilibri che rendono necessari profondi interventi per riequilibrare l'impresa patrimonialmente, finanziariamente ed economicamente.