

Economia e Gestione delle Imprese

LA STRUTTURA FINANZIARIA.

Lezione 6

Castellanza,
21 Ottobre 2009

La struttura finanziaria dell'impresa

Sino ad ora si è parlato esclusivamente di decisioni e scelte riguardanti singole operazioni di finanziamento e di investimento.

E' importante, invece, ora, soffermarsi sulla struttura finanziaria dell'impresa, intendendo con essa sostanzialmente il rapporto tra debiti e mezzi propri. La scelta di tale struttura riguarda il medio-lungo periodo e implica di considerare l'azienda nel suo insieme, nella sua globalità.

E' evidente, infatti, come la struttura finanziaria così intesa sia la risultante delle scelte e della strategia posta in essere dall'impresa nel suo complesso.

La struttura finanziaria dell'impresa: una premessa

Quando in precedenza si è parlato di fabbisogno finanziario e di sua copertura, si sono classificate le poste dell'attivo e del passivo del bilancio secondo un'ottica temporale (attività e passività correnti, a medio-lungo e così via).

Per l'analisi della struttura finanziaria di una impresa è invece più coerente una suddivisione tra attività e passività legate alla gestione caratteristica e quelle legate alla struttura finanziaria.

La struttura finanziaria dell'impresa: una definizione

Per struttura finanziaria si intende l'insieme dei diversi titoli emessi da un'impresa, ovvero, l'insieme delle fonti di finanziamento utilizzate da un'impresa.

Alcuni tra i fattori più importanti che influenzano la struttura finanziaria:

- ✓ il tasso di sviluppo delle vendite future
- ✓ la stabilità delle vendite future
- ✓ la struttura concorrenziale del settore
- ✓ la struttura dell'attivo aziendale
- ✓ la situazione di controllo e l'atteggiamento rispetto al rischio da parte dei proprietari e della direzione
- ✓ l'atteggiamento dei creditori verso l'azienda ed il settore

La struttura finanziaria d'impresa: obiettivi

L'obiettivo dello studio della struttura finanziaria dell'impresa è quello di trovare una risposta alle due seguenti importanti domande:

- ✓ se esiste una struttura finanziaria ottimale che massimizzi il valore dell'impresa;
- ✓ come è possibile determinare il rapporto ideale tra debiti e mezzi propri.

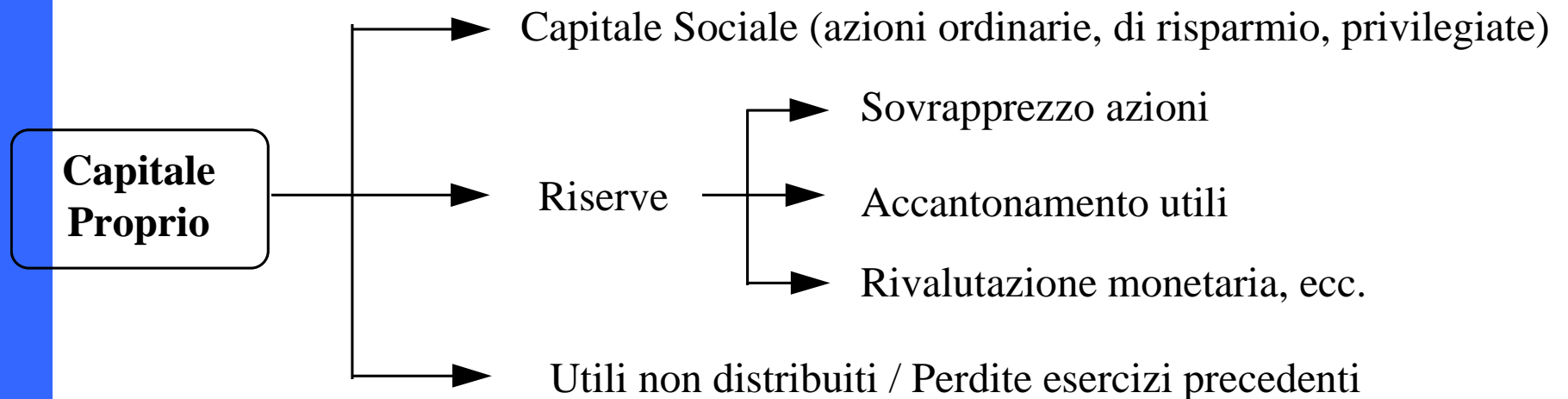
Le componenti della struttura finanziaria d'impresa

Le componenti della struttura finanziaria d'impresa, sintetizzabili in mezzi propri e capitale di debito, si distinguono in ulteriori sottocategorie.

IL CAPITALE PROPRIO

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

Il Capitale Proprio: una classificazione



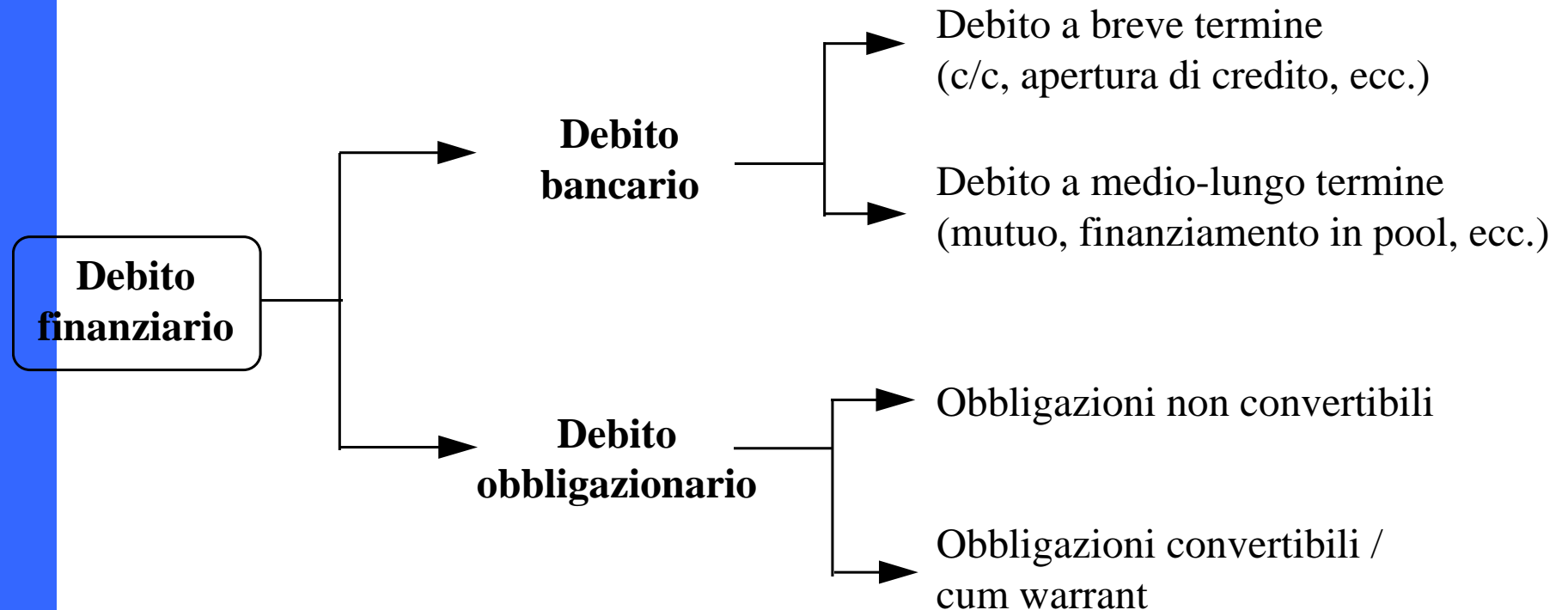
Le componenti della struttura finanziaria d'impresa

IL CAPITALE DI DEBITO

Per capitale di debito si intendono i debiti di natura finanziaria di tipo oneroso, non correlati quindi alla gestione corrente. Il debito finanziario può assumere forme e caratteristiche a seconda della durata, del costo, delle garanzie e così via.

In particolare, si vuole qui ricordare il debito bancario (a breve o a medio-lungo termine) ed il debito obbligazionario (con obbligazioni convertibili o non convertibili).

Il Capitale di Debito: una classificazione



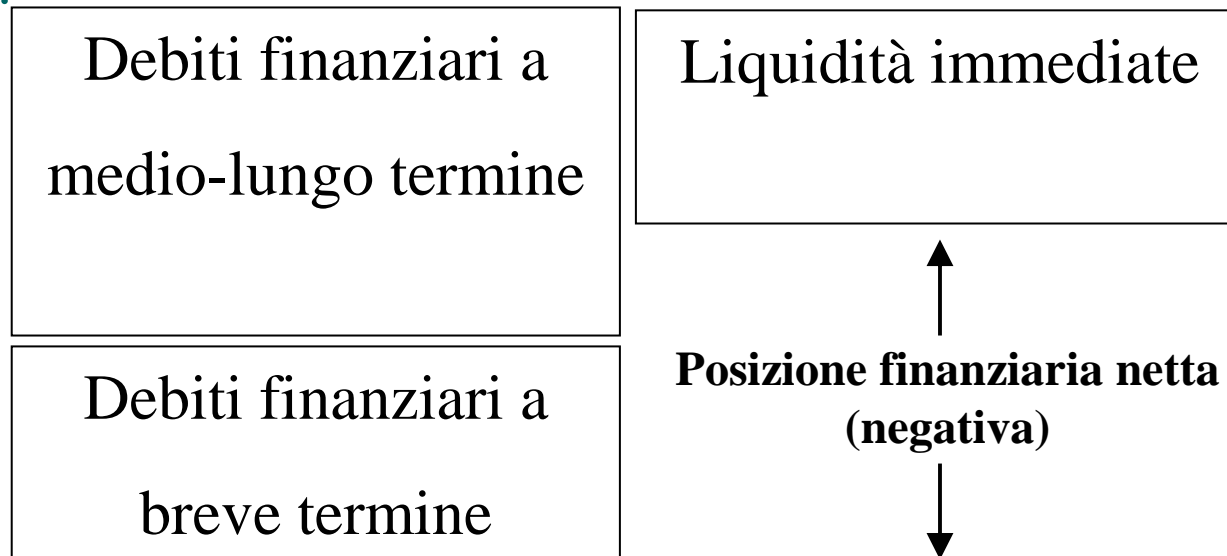
Le componenti della struttura finanziaria d'impresa

IL "QUASI EQUITY"

In questa categoria vengono ricomprese alcune forme di finanziamento che formalmente rientrano nel capitale di debito ma che, in sostanza, assumono le caratteristiche di strumenti a metà strada tra il capitale di debito ed il capitale proprio. Tra di essi, si ricordano le obbligazioni convertibili in azioni dell'azienda, i finanziamenti di soci o di altre società del gruppo a cui appartiene l'azienda, il debito subordinato o mezzanine financing.

La posizione finanziaria netta

Ai fini dell'analisi della struttura finanziaria si fa riferimento esclusivamente al rapporto tra le **componenti finanziarie nette** dell'azienda ed il capitale proprio, prescindendo quindi dalle passività, sia a breve che a medio termine, legate direttamente all'attività caratteristica dell'azienda. Le componenti finanziarie sono rappresentate dalla posizione finanziaria netta.



Una possibile riclassificazione dello stato patrimoniale

CCN Operativo	PFN
AFN	PN

dove:

* **CCN Operativo = Capitale Circolante Netto Operativo**

* **AFN = Attivo Fisso Netto**

* **PFN = Posizione Finanziaria Netta**

* **PN = Patrimonio Netto**

La valutazione della struttura finanziaria

Ai fini della valutazione della struttura finanziaria, infatti, si fa riferimento esclusivamente al rapporto tra le componenti finanziarie nette dell'impresa ed il capitale proprio, senza considerare le attività e le passività a breve ed a medio-lungo legate alla gestione caratteristica.

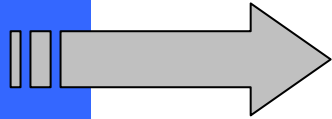
Le componenti finanziarie sono rappresentate dalla posizione finanziaria netta, appena individuata come somma dei debiti di natura finanziaria al netto delle liquidità immediate.

La struttura finanziaria ottimale

Alla domanda se esista o meno una struttura finanziaria ottimale non è possibile dare una risposta assoluta, fornire cioè le indicazioni generali, valide in ogni situazione, per creare la struttura finanziaria ideale.

Si può affermare invece che, in funzione della situazione di un'impresa, del suo ambiente di riferimento e degli obiettivi che l'impresa stessa si pone, esiste una struttura finanziaria che può essere tendenzialmente considerata ottimale, o, comunque, la più adeguata. Per individuarla è necessario considerare tre punti di vista: il rendimento per gli azionisti, la valorizzazione del capitale dell'impresa, la ricerca dell'equilibrio e della flessibilità finanziaria.

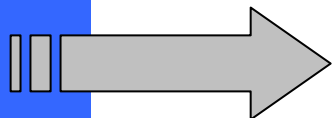
La scelta della struttura finanziaria ottimale



Rendimento per gli azionisti (leva finanziaria)



Massimizzazione del valore del capitale economico dell'impresa



Altri fattori (equilibrio, flessibilità finanziaria, opportunità, ...)

La leva finanziaria

La struttura finanziaria di ogni impresa è spesso indicata in modo sintetico attraverso il ricorso al grado di leva finanziaria, intendendo con esso il rapporto che intercorre tra il totale dei debiti finanziari (comprendente anche il quasi equity) ed il capitale proprio:

$$\text{Leva Finanziaria} = D / E$$

dove D = totale capitale di debito al momento t ed E = totale mezzi propri al momento t .

La leva finanziaria (*continua*)

Attraverso la leva, è possibile utilizzare il debito per aumentare il rendimento atteso del capitale proprio. Quindi:

- ✓ $D / E = 1$ situazione neutra
- ✓ $D / E > 1$ situazione da monitorare
- ✓ $D / E < 1$ situazione di potenziale inespresso

La formula della leva finanziaria

La formula che mette in collegamento rendimento per gli azionisti e struttura finanziaria è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{D}/\text{E}) (\text{ROI} - i)]$$

dove: ROE = risultato netto / patrimonio netto

ROI = risultato operativo / capitale investito totale

D/E = leva finanziaria

i = costo del capitale di debito

La formula della leva finanziaria (*continua*)

Tenendo conto anche dell'aliquota fiscale...

$$ROE = [ROI + (D/E) (ROI - i)] (1-t)$$

con t = aliquota fiscale (imposte / reddito ante imposte)

... e considerando anche la gestione straordinaria...

$$ROE = [ROI + (D/E) (ROI - i)] (1-t) (1-s)$$

con s = (risultato gest. straord. / risultato ante gest. straord.)

Struttura e rendimento per gli azionisti

Per gli azionisti la struttura finanziaria ottimale dovrebbe essere quella che consente la massimizzazione del rendimento per gli stessi.

L'indicatore di riferimento per valutare il rendimento per gli azionisti è il ROE (return on equity), costituito dal rapporto tra il risultato netto dell'impresa e i mezzi propri. Ad una variazione della leva corrisponde una variazione del ROE (variano gli oneri finanziari che influenzano il risultato netto e variano i mezzi propri).

Struttura e rendimento per gli azionisti (*continua*)

La considerazione principale che si può ricavare dalla formula appena illustrata è che, nel caso di uno *spread* positivo tra "ROI" e "i", è possibile utilizzare la leva finanziaria per aumentare il rendimento degli azionisti. Infatti, all'aumentare della leva finanziaria aumenta proporzionalmente anche il ROE, costituendo quello che viene comunemente chiamato "effetto leva". E' chiaro che è comunque necessario tenere presente il rischio finanziario connesso all'indebitamento.

Al contrario, in caso di $ROI < i$, il consiglio è quello di non utilizzare, o quantomeno di sfruttare il meno possibile, il ricorso all'indebitamento e di favorire quindi l'utilizzo del capitale proprio.

Struttura e rendimento: sintesi

La relazione tra ROI e ROE



$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{D/E}) (\text{ROI} - i)]$$

Un esempio

Impresa A (leva finanziaria = 0,5)

CCN operativo	1.000	Debiti finanziari netti	2.000
Attività fisse nette	6.000	Capitale proprio	4.000
- Fondi rettificativi del passivo	- 1.000		
Tot. Capitale Investito Netto	6.000	Tot. passività	6.000

Impresa B (leva finanziaria = 2)

CCN operativo	1.000	Debiti finanziari netti	4.000
Attività fisse nette	6.000	Capitale proprio	2.000
- Fondi rettificativi del passivo	- 1.000		
Tot. Capitale Investito Netto	6.000	Tot. passività	6.000

Impresa C (leva finanziaria = 5)

CCN operativo	1.000	Debiti finanziari netti	5.000
Attività fisse nette	6.000	Capitale proprio	1.000
- Fondi rettificativi del passivo	- 1.000		
Tot. Capitale Investito Netto	6.000	Tot. passività	6.000

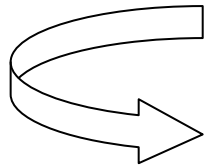
Struttura e massimizzazione del valore dell'azienda

Ponendosi in particolare in un'ottica di medio-lungo periodo, è opportuno comprendere nell'analisi non unicamente un semplice indice di bilancio, quale è il ROE, ma anche altri fattori che assumono rilevanza e significatività.

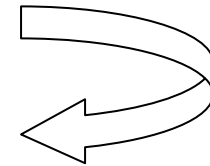
Tutti questi fattori possono essere sintetizzati all'interno di un unico concetto: vale a dire, che la leva finanziaria ottimale (o, comunque, più adeguata) è quella che consente di massimizzare il valore dell'azienda in esame. E la massimizzazione del valore dell'impresa ha insita in sé la minimizzazione del costo del capitale. Si tratta, quindi, della struttura finanziaria che meglio risponde al contesto, alla strategia e agli obiettivi dell'impresa.

Struttura e massimizzazione del valore dell'azienda

Redditività



Rischio

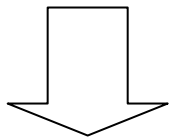


$$V = R / i$$

V = valore dell'azienda

R = reddito netto dell'azienda

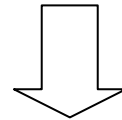
i = tasso di capitalizzazione del reddito



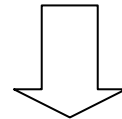
$$K_{mp} = K_e E / (E + D) + K_d D / (E + D)$$

Il livello di indebitamento ottimale

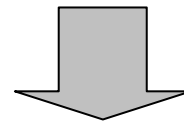
Livello di indebitamento ottimale



Minimizzazione del costo del capitale



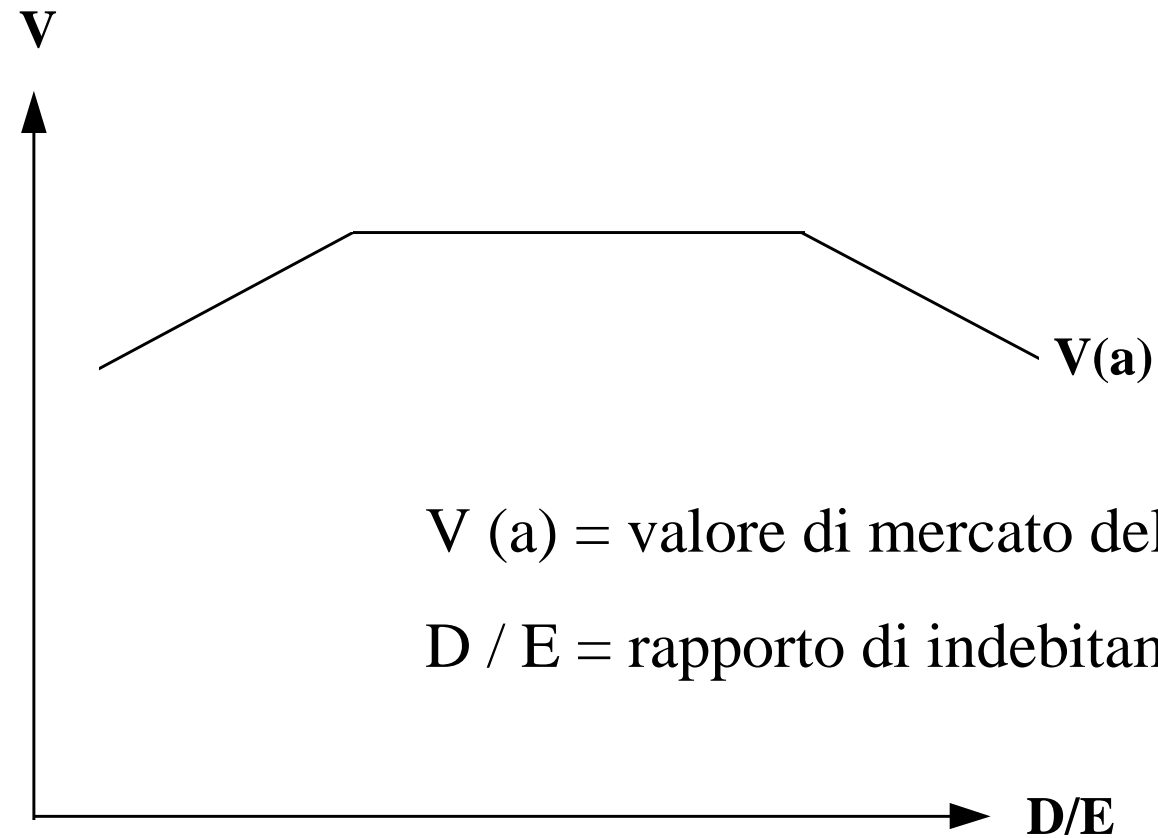
Massimizzazione del valore dell'azienda



TEORIE

- ✓ Teoria tradizionale
- ✓ Teorie di Modigliani e Miller
- ✓ Teoria del trade - off
- ✓ Teoria dell'ordine di scelta

Teoria tradizionale

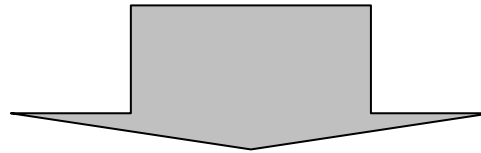


$V(a)$ = valore di mercato dell'impresa

D/E = rapporto di indebitamento

Teoria di Modigliani e Miller

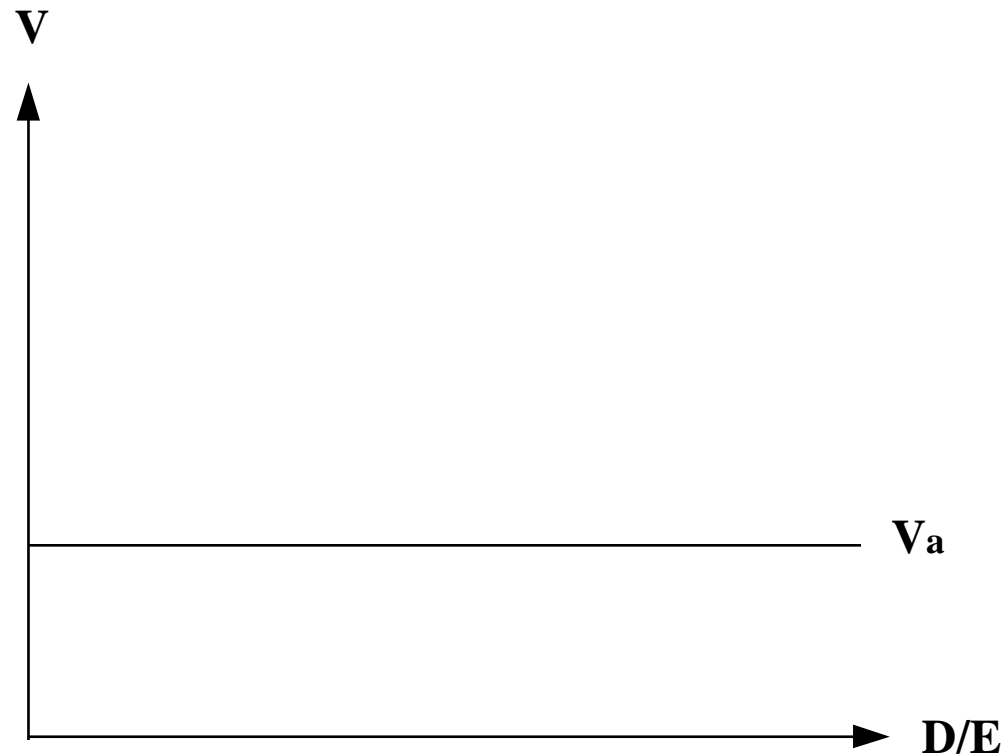
Ipotesi: *Mercati perfetti*



- ✓ mercati perfettamente trasparenti e informazioni liberamente disponibili
- ✓ assenza di costi di intermediazione
- ✓ tassi di interesse uguali per imprese ed investitori
- ✓ nessun costo di fallimento né di dissesto finanziario
- ✓ assenza di imposte sul reddito di imprese ed investitori
- ✓ aspettative omogenee degli investitori rispetto ai redditi operativi futuri delle imprese
- ✓ investitori perfettamente razionali

Teoria di Modigliani e Miller (*continua*)

1° articolo: Il valore di una impresa è indipendente dal suo livello di indebitamento. Il costo del capitale dell'impresa non è influenzato dal livello di indebitamento della stessa.

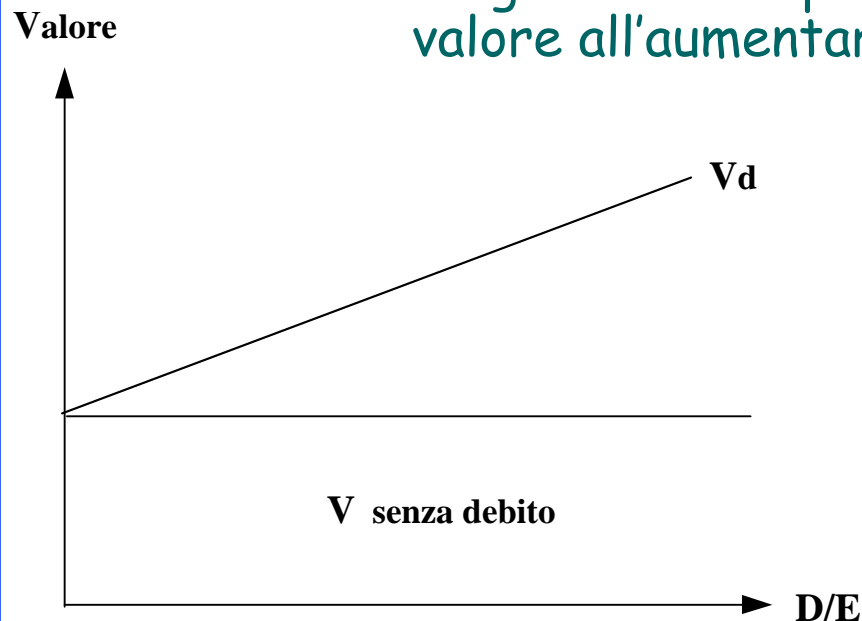


Teoria di Modigliani e Miller (continua)

Ipotesi: Mercati perfetti *ma con imposte sul reddito delle imprese*

2° articolo: Il valore di una impresa non è indipendente dal suo livello di indebitamento. Grazie ai benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi, l'impresa aumenta il proprio valore all'aumentare dell'indebitamento.

$$V_d = V_n + V_{Asf}$$



dove:

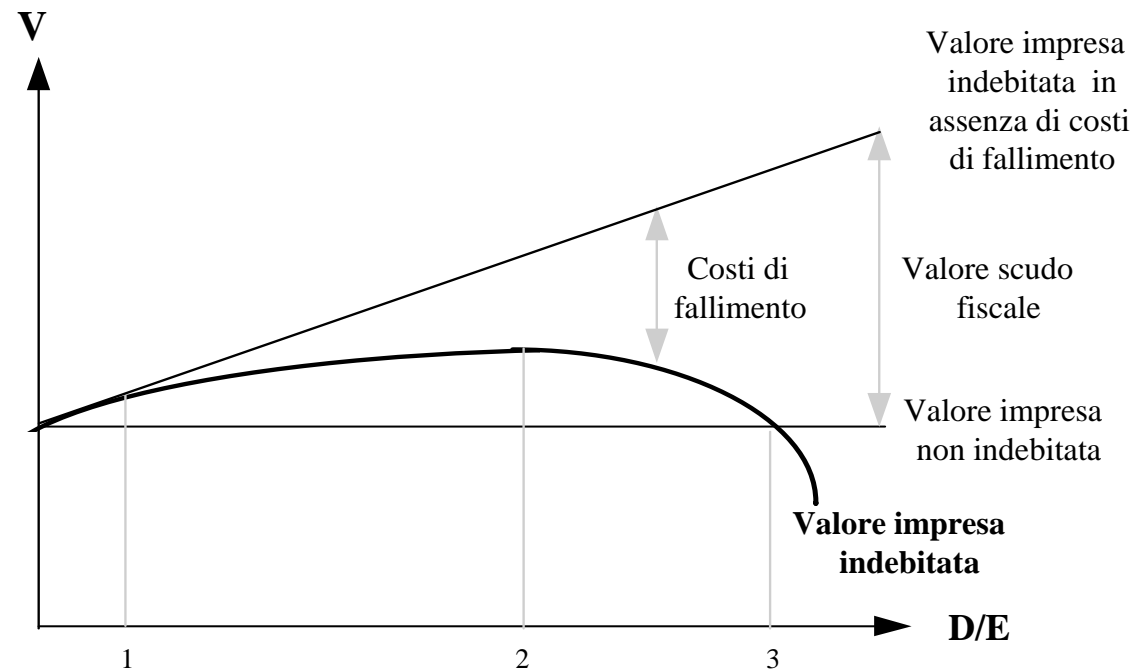
V_d = valore impresa indebitata

V_n = valore impresa non indebitata

V_{Asf} = valore attuale dei benefici fiscali connessi all'indebitamento

Teoria del trade - off

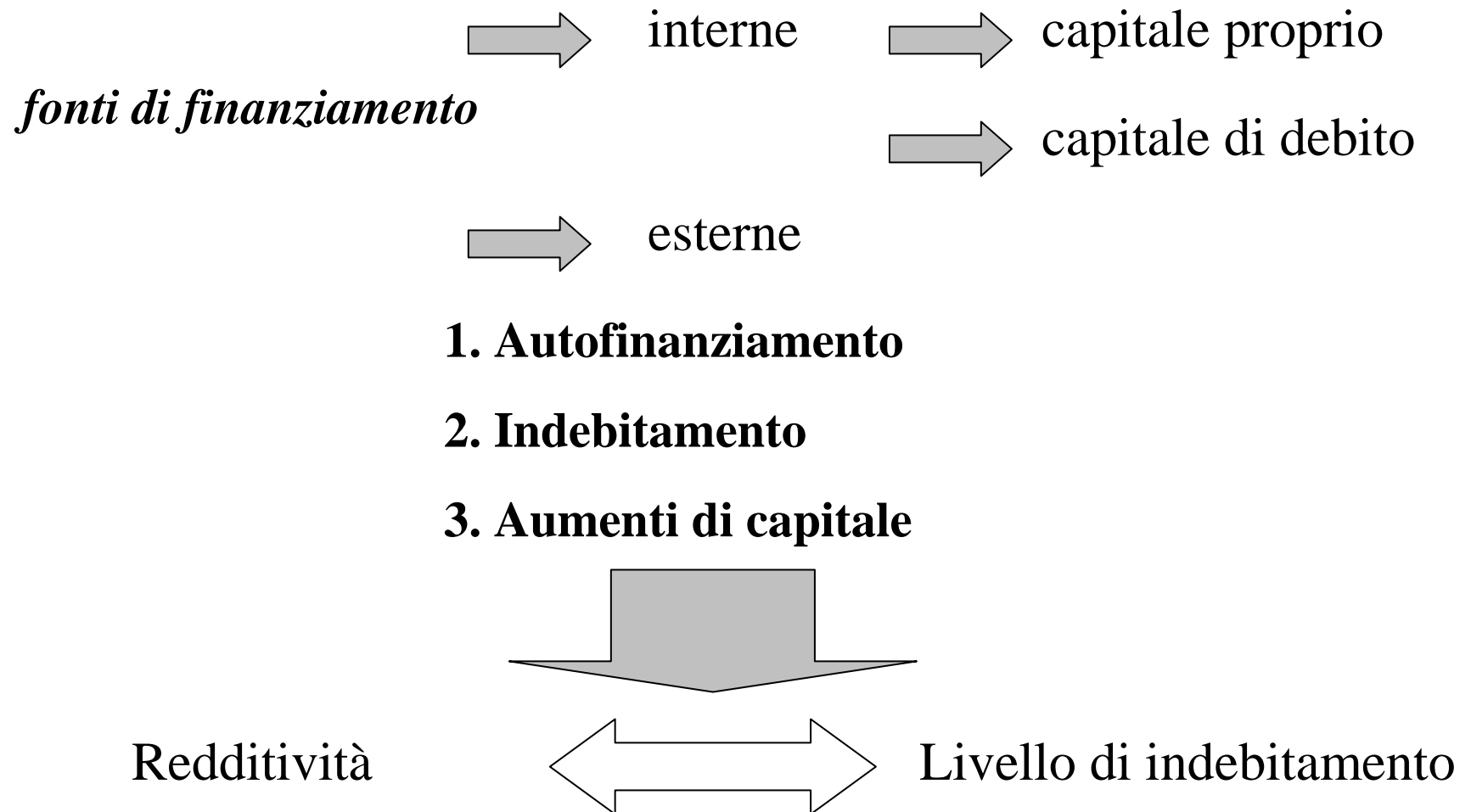
Ipotesi: Mercati perfetti ma con imposte sul reddito delle imprese e costi connessi al fallimento



$$V_d = V_n + V_{Asf} - V_{Acf}$$

dove V_{Acf} rappresenta il valore attuale dei costi di fallimento

Teoria dell'ordine di scelta



La scelta della struttura finanziaria

Elementi di decisione operativa

1. Il contesto macroeconomico di riferimento (mercati finanziari);
2. Il settore di riferimento (maturità, investimenti, rischio, ecc.);
3. Caratteristiche specifiche dell'azienda (posizionamento sul mercato, situazione patrimoniale-reddituale-finanziaria, rischio, garanzie concedibili, ecc.);
4. Caratteristiche del fabbisogno finanziario;
5. Caratteristiche degli azionisti;
6. Condizioni di mercato e rapporto dell'azienda con il mercato finanziario;
7. Immagine dell'azienda;
8. Opportunità particolari.