

CAPITOLO I

LA RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO D'ESERCIZIO

1. PREMESSA.

Nell'ambito di un'impresa è importante la ricerca di **3 equilibri**:

1) **Reddittuale:**

- capacità dell'azienda di stare sul mercato, nel senso di avere un flusso di ricavi sufficiente a coprire tutti i costi;

2) **Patrimoniale:**

- struttura equilibrata, ossia una struttura finanziaria investimenti/finanziamenti adeguati (combinazione ottimale impieghi e fonti);

3) **Monetario:**

- capacità di realizzare un equilibrio tra i flussi di cassa in entrata e in uscita.

La finanza aziendale si concentra in particolare sull'equilibrio monetario.

L'**obiettivo della finanza aziendale** è quello di creare valore per gli azionisti (logica del capitale proprio) e per l'impresa nel suo complesso (logica del capitale investito) ⇒ prendere decisioni sia di investimento sia di finanziamento che massimizzino il valore dell'impresa.

Decisioni di investimento.

Quando un investimento crea valore?

Un investimento crea valore quando dà un rendimento superiore rispetto al costo delle fonti di finanziamento usate per finanziare l'investimento stesso.

Nell'ambito della finanza aziendale sono importanti le decisioni di **investimento reali** (impianti, macchinari, acquisto di un'azienda, espansione della produzione, ...).

Gli investimenti reali sono più difficili da smobilizzare rispetto agli investimenti finanziari, sono una scelta di medio-lungo termine che incide sulla gestione dell'azienda in modo rilevante.

Decisioni di finanziamento.

Anche le decisioni di finanziamento possono creare valore.

Nella finanza aziendale, a differenza che nell'economia aziendale, anche il capitale proprio è considerato come una fonte di finanziamento esterna (non è un debito ma comunque è una fonte di finanziamento esterna, nel senso che l'azionista viene considerato come qualcosa di altro rispetto all'azienda).

Premesso che:

Risultato economico gestione reddituale = Utile d'esercizio = RE	$Rom + RoNONm + RNONop - Com - CoNONm - CNONop - tax$
Risultato economico gestione caratteristica = Reddito operativo netto	$Rom + RoNONm - Com - CoNONm - tax$

Si deduce che:

Risultato finanziario Gestione reddituale	Metodo diretto	Ricavi monetari – Costi monetari – tax
	Metodo indiretto	Reddito d'es. + Costi non monetari – Ricavi non monetari
Risultato finanziario Gestione caratterist. = $\Delta CCNO_{g.c.}$	Metodo diretto	$Rom - Com - tax$
	Metodo indiretto	$= RE + CopNONm + CNONop - RoNONm - RNONop$
		$= RO + CoNONm + CNONop - tax$
		$= MOL + CNONop - tax$

Se si vuole redigere il rendiconto finanziario di liquidità, è necessario calcolare, oltre al risultato finanziario (= flusso CCNO), anche quello monetario (= flusso di liquidità).

Dato che il bilancio d'esercizio non evidenzia entrate, uscite e risultato finanziario, è necessario determinare tali grandezze tenendo conto che:

ENTRATE	$= \text{crediti iniziali} + Rom \text{ (Ricavi operativi monetari)} - \text{crediti finali}$	
	$= Rom \pm \Delta \text{attività operative correnti}$	- incremento att.op.c. + decremento att.op.c.
Rom	$= \text{entrate} \pm \text{variazione attività operative correnti}$	+ incremento att.op.c. - decremento att.op.c.

USCITE	$= \text{debiti iniziali} + Com - \text{debiti finali}$	
	$= Com \pm \text{variazione passività operative correnti}$	- incremento pass.op.c. + decremento pass.op.c.
Com	$= \text{Uscite} \pm \text{variazione passività operative correnti}$	+ incremento pass.op.c. - decremento pass.op.c.

GESTIONE CARATTERISTICA O CORRENTE	1 RISULTATO REDDITUALE = RO	2 RISULTATO FINANZIARIO = $\Delta CCNO$	3 = 1 \pm 2 RISULTATO MONETARIO = $\Delta CASSA$
ACQUISTO	- costi mon di competenza	$\pm \Delta \text{magazzino materie}$ $\pm \Delta \text{debiti commerciali}$	= USCITE
PRODUZIONE	- costi mon di competenza	$\pm \Delta \text{magazzino prod. lav.}$	= USCITE
VENDITA	+ ricavi mon di competenza	$\pm \Delta \text{magazzino prodotti}$ $\pm \Delta \text{crediti commerciali}$	= ENTRATE
RISULTATO	= REDDITO OPERATIVO	= FCCNOgest.caratt.	= FCgest.caratt.

CAPITOLO IV

LA VALUTAZIONE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE

1. PREMESSA.

Nel sistema economico sono previsti dei meccanismi che permettono di trasferire risorse monetarie dagli operatori in avanzo (= risparmiatori/investitori) a quelli in disavanzo (= imprese, Pubblica Amministrazione, famiglie). Tali scambi formano il mercato dei capitali.

I **valori mobiliari**, detti anche *titoli*, sono quote di prestiti o quote di capitale di società, offerti in sottoscrizione ai soggetti in avanzo finanziario (risparmiatori) da parte di operatori in disavanzo (imprese), al fine di procurarsi le risorse monetarie necessarie allo svolgimento della loro attività. Le principali attività finanziarie che un risparmiatore/investitore può avere in portafoglio sono le azioni e le obbligazioni.

2. LE OBBLIGAZIONI.

Le **obbligazioni o bonds** sono titoli di credito rappresentativi di quote di prestiti che i sottoscrittori (risparmiatori/investitori) concedono agli emittenti (imprese e Pubblica Amministrazione). Chi le acquista concede un prestito ed assume la qualifica di creditore della società. L'obbligazionista ha diritto al rimborso a scadenza del VN del titolo e ad una remunerazione periodica, rappresentata dagli interessi.

Ad ogni obbligazione fanno capo diverse tipologie di valore:

- **Valore nominale:**
 - importo formalmente prestato all'impresa e che sarà rimborsato a scadenza; su di esso si calcola l'interesse;
- **Valore di emissione:**
 - prezzo effettivamente richiesto ai sottoscrittori, che può essere uguale, inferiore o superiore al VN;
- **Valore corrente:**
 - prezzo che si forma sul mercato per effetto delle negoziazioni (= quotazione o corso). Vi sono numerose tipologie di obbligazioni, con caratteristiche diverse tra loro, tra cui:
- **Obbligazioni tradizionali:**
 - caratterizzate dalla corresponsione di interessi periodici a tasso fisso o variabile (= cedole) e dal rimborso del VN a scadenza;

4.3. TIR (Tasso Interno di Rendimento).

Il tasso interno di rendimento:

- è il tasso di attualizzazione che rende $VAN = 0$;
- rappresenta il costo max che un investimento può sopportare, affinché permanga la sua convenienza economica:

$$-I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + Tir)^t} = 0$$

Sono convenienti gli investimenti in cui il **costo del capitale < TIR**.

Limiti:

- non consente il confronto tra più progetti;
- non fa distinzione tra investimento e indebitamento;
- ci possono essere più TIR;
- non considera la dimensione di scala dei progetti.

Questo criterio di valutazione parte dal presupposto che i FC siano reimpiegati ad un tasso uguale al TIR, per cui, se esso è elevato, è impossibile che l'impresa abbia la possibilità di reinvestire i FC prodotti dall'iniziativa ad un tasso ugualmente elevato; in tal caso conviene capitalizzare i FC ad un tasso normale di investimento e poi calcolare il TIR come incognita nell'operazione di attualizzazione dei FC.

Il tasso così calcolato si definisce **TIM = tasso interno modificato**.

4.4. RENDIMENTO MEDIO CONTABILE (TRMC = ROI medio).

Il **rendimento medio contabile** è il rapporto tra il reddito operativo netto medio e l'investimento medio.

Si accettano progetti in cui il **TRMC > WACC**. Tale metodo si basa sui valori contabili e si applica quando è difficoltoso risalire ai FC.

Limiti: non usa i FC, non considera il tempo.

$$\text{TRMC} = \text{RO netto medio} / \text{Capitale investito medio}$$

4.5. INDICE DI REDDITIVITÀ (IR).

L'**indice di redditività** è il rapporto tra il valore attuale dei FC successivi all'investimento iniziale e l'investimento iniziale stesso.

Si scelgono i progetti con **IR > 1** (il che significa che il loro $VAN > 0$).

Tale criterio di valutazione è utile nel caso in cui si debba scegliere tra più investimenti e le risorse finanziarie disponibili siano limitate.

$$\text{IR} = (VAN + I_0) / I_0$$

Oppure

$$\text{IR} = \text{Valore Attuale Investimento} / I_0$$

			$\beta_D > 0$
		β_{EL}	$\beta_A[1 + D/E \times (1 - tc)]$
		β_D	$(r_D - rf)/(rm - rf)$
		β_A	$\beta_{EL}/[1 + D/E \times (1 - tc)]$
		β_A	$[\beta_{EL} + \beta_D \times D/E \times (1 - tc)]/[1 + D/E \times (1 - tc)]$
		β_A	$\beta_{EL} \times E/W_L + \beta_D \times (1 - tc) \times D/W_L$

- il costo medio ponderato del capitale;
- in rendimento atteso degli asset.

La società sta valutando un investimento che ha un β_{EL} di 1,4 se finanziato con la stessa struttura target dell'impresa. Determinare il rendimento richiesto dagli azionisti, il costo medio ponderato ed il rendimento atteso per il nuovo progetto.

Successivamente si calcoli come si modificherebbero il rendimento degli azionisti e wacc se il progetto fosse finanziato per il 60% da mezzi propri.

Soluzione

r_d	$= r_f + \beta_D \cdot (r_m - r_f)$	3,42%
β_{EL} azienda	$\beta_A + [(\beta_A - \beta_D) \cdot D/E \cdot (1 - tc)]$	1,72
r_{EL}	$= r_f + \beta_{EL} \cdot (r_m - r_f)$	11,172%
wacc	$r_{EL} \cdot E/(D + E) + r_D \cdot D/(D + E) \cdot (1 - tc)$	4,15%
oppure		
r_a	$= r_f + \beta_A \cdot (r_m - r_f)$	5,46%
wacc	$= r_a \cdot (1 - tc \cdot D/W_L)$	4,15%
Hp1		
Progetto finanziato per 80% da D		
β_{EL} progetto		1,4
D/E azienda e progetto		400%
β_A	$[\beta_{EL} + \beta_D \cdot D/E \cdot (1 - tc)]/[1 + D/E \cdot (1 - tc)]$	0,516
r_{EL} progetto	$= r_f + \beta_{EL} \cdot (r_m - r_f)$	9,54%
r_a progetto	$= r_f + \beta_A \cdot (r_m - r_f)$	5,03%
Wacc progetto	$= r_a \cdot (1 - tc \cdot D/W_L)$	3,82%
oppure		
Wacc progetto	$r_{EL} \cdot E/(D + E) + r_D \cdot D/(D + E) \cdot (1 - tc)$	3,82%
Hp2		
Progetto finanziato per 50% da E		
β_{EL} progetto	$\beta_A + [(\beta_A - \beta_D) \cdot D/E \cdot (1 - tc)]$	0,737
r_{EL} progetto	$= r_f + \beta_{EL} \cdot (r_m - r_f)$	6,16%
Wacc progetto	$= r_a \cdot (1 - tc \cdot D/W_L)$	4,28%
oppure		
Wacc progetto	$r_{EL} \cdot E/(D + E) + r_D \cdot D/(D + E) \cdot (1 - tc)$	4,28%