

Il finanziamento alle imprese

Alberto Balestreri

Corso di "Economia ed organizzazione aziendale II – ING-IND/35"

Laurea Specialistica in Biotecnologie Industriali

Facoltà di Scienze Matematiche, Fisiche e Naturale

Università di Milano Bicocca

23 gennaio 2007

Agenda

5. Principi di base del capital budgeting

I progetti di investimento

Le principali metodologie di valutazione

I problemi di governance dei progetti

6. Le scelte di composizione della struttura finanziaria

Fasi di vita dell'impresa e struttura finanziaria

Le scelte di composizione della struttura finanziaria

Il rischio di default

5. Principi di base del Capital Budgeting

I progetti di investimento

Il progetto rappresenta un raggruppamento, a fini gestionali, di un insieme di voci di spesa finalizzate al compimento di una stessa attività. Attraverso la definizione terminologica del progetto si è, dunque, in grado di definire il concetto di investimento quale organizzazione di spese.

Tra le definizioni maggiormente in uso in letteratura del concetto di "progetto" è possibile citare:

"uno sforzo complesso, di regola di durata inferiore a tre anni, comportante compiti interrelati eseguiti da varie organizzazioni, con obiettivi, schedulazioni e budget ben definiti" (Archibald, 1994);

"un insieme di sforzi coordinati nel tempo" (Kerzner, 1995);

"un insieme di persone e di altre risorse temporaneamente riunite per raggiungere uno specifico obiettivo, di solito con un budget predeterminato ed entro un periodo stabilito" (Graham, 1990);

I progetti di investimento

Il miglior criterio per definire e classificare i progetti passa attraverso la **definizione** dei suoi **requisiti**. A tale proposito è possibile individuare:

- la **natura pluriennale** di tutte o parte delle attività che compongono il progetto. Un progetto si caratterizza per avere utilità pluriennale (flussi di cassa pluriennali) e durata definita. La durata del progetto è fondamentale perché ne connota il trattamento contabile e le condizioni di iscrivibilità in bilancio (sia per la componente patrimoniale che per le quote di ammortamento da inserire nei prospetti economici);
- il chiaro e diretto **collegamento alla strategia aziendale**. La coerenza con la pianificazione strategica è requisito fondamentale per la classificazione, tra i progetti, di un insieme di attività;
- **la complessità gestionale** e l'impatto su più Unità Organizzative/ Direzioni;
- **la valenza economico/finanziaria** e di contribuzione alla capacità di creazione di valore. Ogni progetto deve essere corredato da una stringente analisi di solidità economica e di quantificazione del valore creato per l'azienda;
- **la coerenza con la struttura finanziaria** a sostegno del progetto stesso. Oltre all'analisi di validità economica, le attività progettuali devono essere valutate in termini di disponibilità e costo delle fonti di finanziamento. Tale analisi deve concretizzarsi nella valutazione comparata del costo del capitale e del tasso di rendimento complessivo del progetto.

I progetti di investimento

Nella valutazione di un progetto di investimento occorre stimare sia aspetti quantitativi che qualitativi. Gli aspetti quantitativi sono connessi all'analisi di fattibilità tecnica/ organizzativa, ed all'analisi di convenienza economica, mentre gli elementi "intangibili" del progetto non sono immediatamente quantificabili, ma possono rivestire un'importanza decisiva per l'investimento (relazione con le strategie aziendali, rischi o benefici non quantificabili, ecc.).

Lo scopo dell'attività di capital budgeting è di governare il più possibile queste variabili al fine di individuare il valore atteso da un investimento/progetto e dunque la sua utilità alla creazione di valore dell'impresa.

In senso generale, dunque, l'obiettivo dell'attività di capital budgeting risiede nel governare il processo che all'interno della vostra organizzazione individua, valuta e realizza progetti/investimenti il cui valore complessivo risulti maggiore del loro costo.

Le principali metodologie di valutazione

Le principali metodologie che correntemente si utilizzano per effettuare l'analisi di opportunità di un investimento, vale a dire per comparare il valore atteso dall'investimento al suo costo, sono:

- **NPV (Net Present Value)**
- **DCF (Discounted Cash Flow)**
- **EVA[®] (Economic Value Added)**
- **IRR (Internal Rating Rate)**
- **Pay Back Period**

NPV

Nella metodologia del **NPV** (Net Present Value) il costo dell'investimento viene comparato al valore corrente dell'investimento. Tale valore corrente è definito finanziariamente valore attuale dei flussi finanziari futuri attesi dall'investimento.

La teoria del NPV definisce un investimento opportuno solo se l'investimento iniziale (o costo) al tempo t_0 è minore delle entrate future attese attualizzate (o scontate) ad un tasso di rendimento offerto da investimenti alternativi e confrontabili.

Ipotizzando una sola entrata futura attesa, la formula del NPV prevede, dunque, che l'investimento sia conveniente solo se:

$$I^{\circ} < CF * 1/(1+i)$$

- I° rappresenta il costo dell'investimento,
- CF rappresenta il flusso di valore atteso dall'investimento
- i è definito come tasso di attualizzazione (o sconto), rendimento richiesto, o costo opportunità del capitale. In ogni caso i rappresenta il valore di rendimento richiesto all'investimento perché CF rappresenta il flusso di valore atteso dall'investimento.

DCF

Il metodo del **DCF** (Discounted Cash Flow) replica sostanzialmente la logica di calcolo adottata nel calcolo del NPV, ma riferita ad investimenti che producono Entrate Future Attese pluriennali (potenzialmente anche infinite).

La complessità della metodologia del DCF rispetto a quella del NPV è che in questa ipotesi sarà necessario definire tanti tassi quante sono le scadenze di ciascun flusso, adottare cioè una struttura per scadenza dei tassi di interesse.

Per superare tale difficoltà si potrebbe decidere di ipotizzare una struttura piatta della curva cioè adottare lo stesso fattore di sconto per tutti i periodi, ma ciò limiterebbe l'efficacia dell'analisi.

Al di là di tale difficoltà, la metodologia del DCF presenta gli stessi vantaggi del NPV e costituisce insieme all'EVA® la migliore metodologia di analisi di opportunità nella scelta di investimenti alternativi.

EVA[®]

La metodologia dell'**EVA[®]** (Economic Value Added) si basa invece su una più stringente definizione delle entrate future attese. Secondo questa metrica il concetto di valore futuro di un investimento si può esprimere come:

$$\mathbf{EVA^{\circledR} = NOPAT - (Capitale Impiegato) \times c}$$

in cui c rappresenta il costo del capitale da destinare all'investimento.

La formula dell'**EVA[®]** definisce, dunque, il valore generato dall'investimento come differenza tra il Profitto Operativo (NOPAT – Net Operating Profit After Taxes) ed il costo del Capitale complessivamente utilizzato nell'investimento.

Esprimendo inoltre la formula dell'**EVA[®]** in termini percentuali si ottiene:

$$\mathbf{EVA^{\circledR} = (i - c) \times Capitale Impiegato}$$

L'Economic Value Added di un singolo investimento può quindi essere calcolato partendo dallo spread tra il tasso di rendimento i ed il costo del capitale c per il valore del capitale impiegato. Ovviamente tutte le volte che $i > c$ sarà conveniente investire.

L'intuizione della metodologia dell'**EVA[®]**, nella valutazione dell'opportunità dell'investimento, risiede dunque nello scorporo da ciascun flusso di cassa del costo del capitale messo a disposizione, nel periodo di riferimento, e necessario a generare quel flusso.

IRR

La metodologia dell'**IRR** (Internal Rate of Return) si propone di calcolare il tasso di sconto che, applicato ai flussi di cassa generati da un investimento, determina un Net Present Value (NPV) pari a zero.

Una volta risolta l'equazione per IRR, tale metodologia suggerisce di accettare l'investimento solo se il suo tasso interno di rendimento risulti maggiore del costo opportunità del capitale. Una prassi adottata da alcune società è quella di identificare alcuni *hurdle rates* ("tassi soglia") di riferimento ed accettare solamente quei progetti che assicurano IRR superiori a tali valori prefissati.

L'IRR pur avendo il merito di collegare il calcolo dei Cash Flows al capitale necessario per l'investimento ed ai rischi ad esso associati, ha tuttavia alcuni chiari limiti applicativi. Il principale è la scarsa confrontabilità di progetti alternativi. **L'utilizzo dell'IRR potrebbe portare a scelte sub-ottimali cioè di investimenti con IRR più elevato di altri, ma con un NPV più basso.** Questa carenza metodologica sembra determinante per scoraggiare l'uso di questa metrica.

Pay Back Period

La metodologia del **Pay Back Period** prevede, infine, di calcolare il numero di anni necessari affinché i flussi di cassa futuri attesi cumulati (ma non attualizzati) di un investimento eguaglino l'investimento iniziale.

Il Pay Back Period non fornisce, dunque, una valutazione d'opportunità complessiva dell'investimento, ma dà solo l'indicazione del tempo necessario per rientrare del capitale inizialmente investito. Spesso le aziende che utilizzando questa metodologia identificano un "cut off period" che rappresenta il limite massimo di anni necessari al recupero dell'investimento che si ritiene di accettare.

Com'è facilmente intuibile la metodologia del pay back period può fornire informazioni fuorvianti in quanto:

- è basato su un "cut off period" che rappresenta un parametro del tutto arbitrario;
- ignora i flussi di cassa successivi al "cut-off period";
- non tenendo conto del valore finanziario del tempo, considera allo stesso modo tutti i flussi di cassa all'interno del "cut-off period"

Governance dei progetti

Le responsabilità all'interno del modello di governo degli investimenti sono riconducibili alle seguenti tre aree:

- **responsabilità di governo**, relative alle funzioni di presidio e coordinamento dell'intero processo (dalla pianificazione alla valutazione a consuntivo) e del controllo di tutti i progetti di investimento. Di norma si fa riferimento in tal caso al Comitato Investimenti, al Servizio Pianificazione e Controllo, ad una struttura di Capital Budgeting o a specifiche unità organizzative della banca o del gruppo.
- **responsabilità sui risultati**, in termini di impatti economici (costi e benefici) imputati alla Unità Organizzative proponenti l'investimento → **Ente Proponente**.
- **responsabilità realizzativa**, nei confronti del business owner, attribuita alle unità organizzative della banca incaricate della realizzazione degli interventi → **Ente Realizzatore**.

6. Le scelte di composizione della struttura finanziaria

Fasi di vita dell'impresa e struttura finanziaria

- **Avvio**

- Immobilizzazioni
- Crediti verso clientela
- Stipendi
- Spese di sviluppo (marketing, ecc..)
- Limitata disponibilità di risorse per assumere oneri finanziari
- Struttura finanziaria che richiede elevate dotazioni di patrimonio netto. La propensione dei potenziali creditori a investire nell'impresa è in questa fase molto sottile.

- **Crescita**

- Miglioramento della struttura organizzativa
- Espansione del magazzino prodotti
- Acquisizione di nuove risorse umane
- Tendenziale rischio di assunzione di eccessivi oneri finanziari
- Struttura finanziaria tendenzialmente sottocapitalizzata, utilizzo dei flussi di CCN solo in funzione dell'espansione del capitale circolante netto, tensioni si cassa.

- **Espansione**

- Quotazione
- Acquisizione di altre imprese
- Governance
- Formazione di un gruppo
- Struttura finanziaria equilibrata, ma rischio di diluizione della propria partecipazione. 15

Le scelte di composizione della struttura finanziaria

- In un mercato finanziario ideale le scelte di composizione finanziaria non incidono in alcun modo sul valore dell'impresa (teorema di Modigliani-Miller)
- Fattori quali:
 - Diverso regime di tassazione di debiti, obbligazioni e azioni
 - Diverso regime normativo relativo all'emissione ed alla detenzione delle tre citate attività finanziariedeterminano però l'importanza delle scelte di composizione della struttura finanziaria ai fini della creazione di valore.
- Le scelte di composizione della struttura finanziaria possono infatti:
 - ridurre i costi a carico dell'impresa
 - ridurre i conflitti di interesse
 - dotare gli stakeholders con coperture finanziarie che, altrimenti, non potrebbero possedere

Le scelte di composizione della struttura finanziaria

- Ridurre i costi a carico dell'impresa:
 - Tassazione
 - Interessi passivi grazie a finanziamenti agevolati
 - Riduzione dei tempi e dei costi per gestire le crisi aziendali o il fallimento
- Ridurre i conflitti di interesse
 - tra manager e azionisti (aumento del debito e riduzione del free cash flows per il management)
 - tra azionisti e creditori (limitazioni del debito per disciplinare il management)
- Dotare gli stakeholders con strumenti finanziari che, altrimenti, non potrebbero possedere
 - piani pensionistici per i dipendenti (debito verso i dipendenti e benefici in termini di prestazioni professionali)

Il rischio di default

- Tipologie
 - Difficoltà temporanea nei pagamenti (crisi di liquidità)
 - Squilibrio strutturale tra attività e passività (crisi finanziaria)
- Determinanti:
 - Struttura finanziaria squilibrata (eccesso di debiti)
 - Crediti inesigibili
 - Perdita di asset
 - Magazzino
 - Mancanza di riserve patrimoniali:
 - all'interno dell'azienda
 - nell'ambito del patrimonio dell'imprenditore

Il rischio di default

- Soluzioni
 - Ingresso di un nuovo socio e ricapitalizzazione
 - Cessione di attività (es. immobili o crediti)
 - Rinegoziazione delle scadenze e del costo del debito
 - Riduzione dei livelli di operatività
 - Cessione dell'impresa
 - Ingresso in una delle procedure concorsuali ammesse
- Prospettive di evoluzione della gestione delle crisi aziendali in Europa