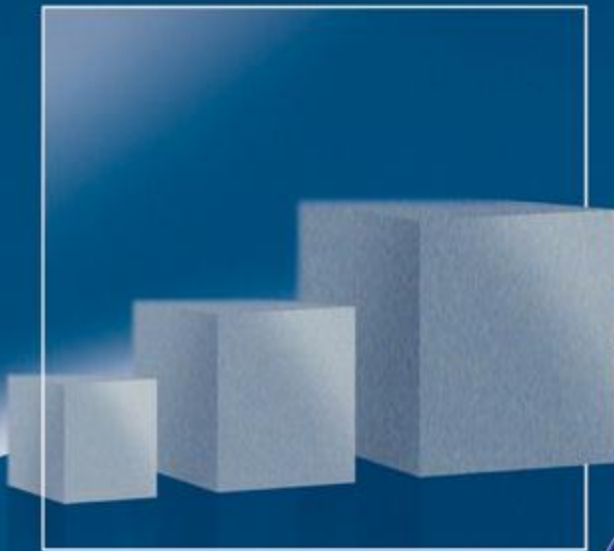


Jonathan Berk – Peter DeMarzo

FINANZA AZIENDALE 1

Edizione italiana a cura di
Daniela Venanzi



Capitolo 7

I fondamenti del
capital budgeting

Stato patrimoniale e conto economico: un'analisi ai fini della stima dei flussi di cassa

- La valutazione di un progetto di investimento richiede di dover prevedere e quantificare i flussi finanziari che esso genererà durante la sua vita.
- I documenti di bilancio (conto economico e stato patrimoniale), così come redatti secondo gli schemi contabili civilistici, non sono in grado di esprimere correttamente i flussi monetari riferibili ad una qualsiasi iniziativa di investimento:
 - Sono redatti secondo logiche "non finanziarie".
 - Richiedono di dover essere riclassificati per poter essere utilizzati ai fini della stima dei flussi finanziari.
 - Le informazioni contenute in ciascun documento devono essere utilizzate in maniera congiunta.

La riclassificazione dello stato patrimoniale

- **Lo stato patrimoniale civilistico** recepisce due modalità di contabilizzazione delle attività e delle passività:
 - Il criterio "**finanziario**": attività e passività esposte, rispettivamente, secondo il loro **grado di liquidità ed esigibilità**.
 - Il criterio "**funzionale**": attività e passività esposte secondo il loro **legame con la gestione aziendale**.
- A fini valutativi è necessario adottare una modalità di riclassificazione **di tipo funzionale** che faccia emergere delle grandezze rilevanti ai fini della stima della dinamica finanziaria del progetto di investimento.

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- La riclassificazione deve far emergere le **attività operative**, separandole da quelle **accessorie**: solo le prime riflettono il **business caratteristico** dell'impresa, la cui valutazione è oggetto di stima.
- Quali sono le **attività operative**?
 - Investimenti necessari **all'avvio dell'iniziativa di investimento**: impianti, macchinari, attrezzature, fabbricati, ecc. In generale, **investimenti fissi (immobilizzazioni)**.
 - Investimenti connessi allo svolgimento **dell'attività quotidiana e ripetitiva di gestione** (ciclo acquisti-trasformazione-vendite): **capitale circolante netto commerciale.**

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- Il capitale circolante netto commerciale (CCC):
 - Crediti commerciali +
 - Scorte di magazzino +
 - Debiti commerciali -
 - Capitale circolante netto commerciale =
- **Crediti commerciali:** Vendite che non sono state ancora incassate.
- **Scorte di magazzino:** beni acquistati/prodotti, ma non ancora utilizzati nel processo produttivo o venduti.
- **Debiti commerciali:** Acquisti che ancora non sono stati pagati.

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- Capitale investito netto operativo (CIN):
 - Capitale circolante netto commerciale +
 - Immobilizzazioni nette operative +
 - **Capitale investito netto operativo** =

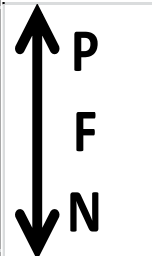
Crediti commerciali	Debiti commerciali	
Scorte di magazzino		
Immobilizzazioni nette		

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- Le coperture finanziarie (fonti di finanziamento):
 - Il complesso di fonti di finanziamento che vanno a coprire il fabbisogno finanziario generato dal CIN.
 - Il CIN è "coperto", essenzialmente, da due macro-fonti:
 - **Capitale netto**: risorse raccolte dall'impresa senza alcun vincolo di restituzione. Chi investe in capitale netto (l'azionista) acquisisce diritti patrimoniali e amministrativi sull'impresa e sopporta il rischio d'impresa (perdita di quanto investito).
 - **Debiti finanziari**: risorse raccolte dall'impresa con vincolo di restituzione (prestiti). Possono avere scadenza a breve o medio/lungo termine. Garantiscono una remunerazione (interessi) fissata a livello contrattuale. Chi "acquista" debiti finanziari (creditore) è pagato con priorità rispetto all'azionista in caso di dissesto aziendale.

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- La combinazione prescelta dall'impresa tra capitale netto e debiti finanziari prende il nome di **struttura finanziaria**.
- Definiamo **posizione finanziaria netta (PFN)** (o indebitamento netto) la differenza tra debiti finanziari e attività liquide (cassa, C/C attivi, titoli negoziabili, crediti finanziari).

CIN	Capitale netto	
	Debiti finanziari	
Attività accessorie		
Disponibilità liquide, titoli negoziabili, ecc.		

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- Un esempio di riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il **criterio funzionale**
- Stato patrimoniale della società Grafica (€/1000)

Attivo		Passivo	
Crediti commerciali	38,955	Debiti commerciali	24,509
Altri crediti	10,908	Altri debiti	13,890
Scorte di magazzino	7,924	Ratei e risconti passivi	1,601
Ratei e risconti attivi	1,549	Passività correnti commerciali	40,000
Attività correnti commerciali	59,336	Fondo imposte	5,861
Immobilizzazioni materiali	32,597	Fondo TFR	5,102
Immobilizzazioni immateriali	3,089	Debiti verso banche	18,979
Immobilizzazioni nette	35,686	Capitale sociale	20,658
Disponibilità liquide	0	Riserve	5,625
Attività accessorie	10,329	Utile d'esercizio	9,126
		Capitale netto	35,409
Totale attività	105,351	Totale passività e capitale netto	105,351

La riclassificazione dello stato patrimoniale (continua)

- Capitale investito e sue coperture della società Grafica (€/1000)

Attività commerciali	59,336
Passività commerciali	-40,000
Capitale circolante netto commerciale (CCC)	19,336
Immobilizzazioni nette	35,686
Fondo TFR	-5,102
Capitale investito netto operativo (CIN)	49,920
Attività accessorie	10,329
Capitale investito complessivo	60,249

Coperture del capitale investito complessivo (CIN + attività accessorie)	
Fondo imposte	5,861
Posizione finanziaria netta (PFN)	18,979
Capitale netto	35,409
Totale coperture	60,249

La riclassificazione del conto economico

- La stima dei flussi di cassa richiede l'analisi congiunta dello stato patrimoniale e del conto economico. Lo stato patrimoniale evidenzia grandezze "stock", mentre il conto economico grandezze "flusso". I flussi di cassa, per definizione, sono grandezze "flusso".
- Il conto economico civilistico non permette un agevole collegamento tra le grandezze "stock" presenti nello stato patrimoniale e le grandezze "flusso" presenti nel conto economico.
- Necessità di ricorrere ad una riclassificazione del conto economico che evidenzi dei risultati parziali riferibili alle diverse aree di gestione e, quindi, che rispecchi la logica funzionale con cui è stato costruito lo stato patrimoniale.

La riclassificazione del conto economico (continua)

- La logica sottostante la stima dei flussi di cassa è:
 - Partire dal CONTO ECONOMICO, utilizzando le grandezze flusso rilevanti ai fini della stima dei flussi di cassa.
 - Usare lo STATO PATRIMONIALE, evidenziando le **VARIAZIONI** delle grandezze stock rilevanti ai fini della stima dei flussi di cassa.

La riclassificazione del conto economico (continua)

- Schema sintetico di conto economico che risponde alla logica funzionale:

+ Ricavi di vendita		Costo monetario del venduto
- Costo monetario del venduto		+ Costo di acquisto materie prime
= Margine operativo lordo (MOL)		+/- Variazione rimanenze di materie prime
- Ammortamenti		= Consumi
= Risultato operativo (RO)		+ Costo del personale
+ Risultato netto delle gestioni accessorie		+ Costi generali industriali
- Oneri finanziari netti		+ Costi generali amministrativi e di vendita
+/- Componenti straordinarie		+/- Variazione rimanenze semilavorati
= Risultato ante-imposte		= Costo monetario dei prodotti finiti
- Imposte		+/- Variazione rimanenze prodotti finiti
= Risultato netto		= Costo monetario del venduto

Dal conto economico ai flussi di cassa

- Il **risultato operativo**: è il flusso di reddito generato dalle operazioni correnti di gestione.
- In via potenziale, è il flusso destinato al finanziamento degli impieghi estranei alla gestione corrente (es. l'acquisto di un'immobilizzazione).
- Due problemi:
 - Il RO tiene conto di grandezze che non hanno significato monetario (gli ammortamenti). Esigenza di neutralizzare gli ammortamenti e determinare il MOL.
 - Non tutto il MOL può essere utilizzato come fonte di finanziamento in quanto la gestione corrente assorbe/genera risorse in funzione della dinamica del capitale circolante netto commerciale (CCC).
- Per poter passare dal MOL al **flusso di cassa** occorre considerare la dinamica del CCC.

Dal conto economico ai flussi di cassa (continua)

- $\Delta CCC = \Delta \text{crediti commerciali} + \Delta \text{scorte di magazzino} - \Delta \text{debiti commerciali}$
- Una variazione in aumento del CCC va sottratta al MOL ($-\Delta CCC$), viceversa una variazione in diminuzione del CCC va sommata al MOL ($+\Delta CCC$).
- Perché sottrarre l'incremento del CCC dal MOL (e viceversa)?
 - Consideriamo, ad esempio, i crediti commerciali: quando l'impresa vende un bene, in genere, l'incasso della vendita avviene in maniera dilazionata.
 - La dilazione fa sorgere un credito verso il cliente.
 - Si crea una differenza tra l'ammontare dei **RICAVI DI VENDITA** (che aumentano per effetto delle vendite, a prescindere dal momento dell'incasso) e gli **INCASSI**.
 - A NOI INTERESSANO GLI **INCASSI**. Tuttavia, questa grandezza non la troviamo né nel conto economico (dove troviamo i ricavi di vendita), né nello stato patrimoniale (dove troviamo i crediti commerciali).
 - Come passiamo dai RICAVI agli INCASSI?

Dal conto economico ai flussi di cassa (continua)

- **Vediamolo con un esempio:**
 - Nel corso di un certo anno sono stati realizzati ricavi di vendita per €6.000.
 - All'inizio di quell'anno, i crediti commerciali erano pari a €5.000 (questi sono i crediti sorti per effetto delle vendite fatte nell'esercizio precedente, ma non ancora incassate).
 - Alla fine dell'anno, i crediti commerciali erano pari a €5.700.
 - Dunque, c'è stato un aumento dei crediti commerciali di €700.
 - Da dove viene la variazione? Perché la dobbiamo sottrarre?
 - Supponiamo che, durante l'anno, siano stati incassati:
 - crediti sorti nell'anno precedente per €4.000
 - crediti sorti nell'anno corrente per €1.300.
 - Totale INCASSI pari a 5.300.
 - **INCASSI = RICAVI (€6.000) - CREDITI COMMERCIALI FINALI (€5.700) + CREDITI COMMERCIALI INIZIALI (€5.000)**

Dal conto economico ai flussi di cassa (continua)

- **Vediamolo con un esempio (continua):**
 - **INCASSI = RICAVI (€6.000) - CREDITI COMMERCIALI FINALI (€5.700) + CREDITI COMMERCIALI INIZIALI (€5.000)**
 - **RICAVI – ΔCREDITI COMMERCIALI = INCASSI**
 - **La variazione dei crediti commerciali mi permette di passare dai RICAVI DI VENDITA (inclusi nel MOL) agli INCASSI.**
- **Per le altre voci del CCC, la logica è la stessa.**
- **Quindi, il raccordo tra grandezze flusso di conto economico (MOL) e le variazioni delle grandezze stock di stato patrimoniale (in questo caso il CCC) mi permette di determinare il flusso di cassa.**
- **Abbiamo visto che l'impresa, oltre che il CCC, ha anche investimenti in immobilizzazioni. Anche questi andranno sottratti per la stima del flusso di cassa.**

Dal conto economico ai flussi di cassa (continua)

- E se ci sono le imposte?
 - Le imposte vanno calcolate sul RO e sottratte.

Schema sintetico di determinazione del flusso di cassa

+	MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)
-	IMPOSTE SUL RISULTATO OPERATIVO (RO)
+/-	VARIAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE
+/-	INVESTIMENTI/DISINVESTIMENTI FISSI OPERATIVI (Δ IMMOBILIZZAZIONI)
=	FLUSSO DI CASSA

Schema alternativo che parte dal risultato operativo

+	RISULTATO OPERATIVO (RO)
-	IMPOSTE SUL RISULTATO OPERATIVO
=	UTILE NETTO UNLEVERED
+	AMMORTAMENTI
+/-	VARIAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE
+/-	INVESTIMENTI/DISINVESTIMENTI FISSI OPERATIVI (Δ IMMOBILIZZAZIONI)
=	FLUSSO DI CASSA