

La determinazione dell'equilibrio finanziario nelle imprese

La ricerca dell'equilibrio fra teoria e vincoli

Fabrizio Bencini

Partner Kon Spa,
dottore commercialista
e revisore contabile

Leonardo Filippini

Manager Kon Spa

Il tema della sotto-patrimonializzazione delle aziende italiane ricorre spesso. Quale dovrebbe essere il livello corretto di apporto dei soci rispetto all'indebitamento? E più ancora qual è il livello realmente conseguibile? Infine qual è il costo di una struttura inefficiente? Sono domande che spesso, non trovando un'adeguata risposta, allontanano il tema dalla vita delle aziende, un tema che, se ben risolto, permette di sostenere adeguatamente il *business*.

Nella determinazione della struttura finanziaria la teoria si pone l'obiettivo della minimizzazione del costo del capitale complessivamente apportato in azienda. L'approccio teorico si basa infatti sull'individuazione a priori di un livello di *debt/equity* che, riducendo al minimo le aspettative di rendimento di soci e terzi finanziatori, possa generare valore incrementale.¹

Tipicamente nell'approccio teorico le fasi necessarie alla determinazione della struttura finanziaria rivolta alla minimizzazione del tasso medio ponderato del capitale (come media fra il costo dell'*equity* e quello del debito) sono riassumibili nella:

- *simulazione delle possibili ipotesi di struttura finanziaria*: in tale ambito, il principale raffronto è effettuato con le indicazioni espresse dalle

imprese operanti nello stesso settore di attività;

- *stima del costo dell'equity* [$Ke(L)$]: si basa su un modello complesso che prende il nome di *capital asset pricing model (CAPM)*;
- *stima del costo del debt* [$Kd(L)$]: al rendimento di attività finanziarie non rischiose (*risk free rate*) si riconosce un extra-rendimento (*spread*) per la rischiosità aziendale e il livello di indebitamento (*leverage*);
- *determinazione del WACC associato alle ipotesi di struttura finanziaria*: date le ipotesi di D/E (debito/equity), [$Ke(L)$], [$Kd(L)$], si procede a determinare il costo medio ponderato del capitale raccolto dall'impresa;
- *individuazione del WACC minimo e del rapporto D/E ottimale*: dato che le componenti [$Ke(L)$]

¹Il riferimento teorico è qui rivolto alla teoria del valore meglio nota come *EVA*. Secondo questo approccio, infatti, si crea valore in azienda se il reddito operativo prodotto al netto delle tasse è superiore alle attese di rendimento (in termini assoluti) di coloro che hanno apportato il capitale, quindi dei soci e dei finanziatori. La nota formula prevede che $EVA = NOPAT - WACC \times COIN$, dove appunto il *NOPAT* rappresenta il reddito operativo al netto delle imposte sullo stesso, *WACC* è il costo medio ponderato del capitale e quindi il rendimento medio atteso da parte di coloro che hanno sostenuto finanziariamente l'investimento in capitale e infine *COIN* è appunto il capitale operativo (nel senso che è depurato da ogni influenza finanziaria) investito in azienda. Per aumentare *EVA* si può agire sulle tre variabili sopra descritte. La struttura finanziaria influenza il rendimento del capitale e quindi *WACC*. La sua minimizzazione permette, pure a parità di altri fattori, di massimizzare *EVA* del periodo.

Approfondimento Basilea 2

Uno degli scogli da superare è, per esempio, quello di trovare un'equazione che esprima per quel particolare contesto aziendale come possa variare la remunerazione attesa dai finanziatori in funzione del suo incremento rispetto all'apporto di capitale. È chiaro che, al crescere della leva finanziaria (D/E), la rischiosità per il finanziatore sale e con questa la sua attesa di remunerazione. In questo ambito l'applicazione del regime dell'accordo di Basilea 2, in presenza di una necessaria trasparenza bancaria, potrà aiutare questa determinazione. Al crescere dell'indebitamento, salirà la probabilità di *default* stimata internamente dalle banche e con questa l'onerosità delle condizioni. Ogni impresa dovrebbe essere in grado di sapere per classi crescenti di debito quale sarebbe il costo delle stesse.

e $[Kd(L)]$ che agiscono nella determinazione del *WACC* sono sensibili a variazioni nel rapporto *D/E*, si individua quale configurazione della struttura finanziaria minimizzi il risultato.

Dati i passaggi sopra descritti si giunge a misurare la remunerazione teorica che deve essere riconosciuta sulle fonti di finanziamento aziendali.

L'equazione che permette di individuare come obiettivo il livello minimo di costo del capitale si fonda però sulla determinazione di una serie di ipotesi che difficilmente si addicono a un contesto di media azienda e che presuppongono il funzionamento di un mercato privo di inefficienze e vincoli.

L'osservazione empirica ha rilevato come nella realtà la scelta della struttura finanziaria sia soggetta a vincoli di natura esterna e interna all'impresa imposti e difficilmente derogabili, che limitano l'effettiva possibilità di determinazione teorica del livello ottimale.

I *vincoli esterni* sono relativi:

- ai soci: l'effettiva disponibilità e/o volontà di investire risorse nell'azienda;
- ai finanziatori: intimamente legato al vincolo dei soci, riguarda l'effettiva capacità dell'azienda di raccogliere capitale di debito finanziario;
- ai vincoli espressi dal mercato: in termini di composizione delle fonti di finanziamento delle aziende operanti nello stesso settore di attività.

I *vincoli interni* sono relativi:

- al ciclo di vita: i fabbisogni finanziari necessitano di essere finanziati con forme di copertura appropriate a ogni stadio di sviluppo dell'impresa;
- alla sostenibilità finanziaria: la composizione delle fonti di finanziamento deve essere ponderata in funzione dei flussi di cassa che l'azienda è in grado di produrre.

Il percorso utilizzato nella pratica mira, una volta

individuati e quantificati i vincoli, a individuare la migliore struttura finanziaria in *equilibrio virtuoso tra i vincoli stessi*.

I vincoli esterni

Considerata la rigidità del vincolo e la scarsità di mezzi a disposizione, il capitale apportato dai soci è il primo elemento a essere analizzato.

Il primo passo nella determinazione della struttura finanziaria ottimale risiede nell'individuazione del livello di apporto *minimo* (spesso rappresentato dal *minimo legale*) e *massimo sostenibile per gli azionisti*. Il *range* così determinato, denominato "ambito di decisione", rappresenta la prima leva decisionale di azione sulla struttura finanziaria.

Esistono comunque alcuni casi in cui l'ambito di decisione è molto ridotto. In ipotesi di *start-up*, per esempio, l'apporto minimo deve potere fare fronte al fabbisogno iniziale dell'attività, fintanto che non si giunga a una diminuzione del rischio accettabile per finanziatori terzi.

Anche il ricorso a *finanziamenti esterni* è soggetto a vincoli imposti dalle controparti creditrici. In concreto, l'accessibilità dell'impresa a capitale preso a prestito è infatti subordinata, a titolo puramente esemplificativo, al possesso di garanzie, alla forza negoziale, all'andamento storico dei rapporti e soprattutto alla capacità della realtà di sostenere nel futuro il rimborso. Il fatto di avere intrapreso in passato iniziative di successo da parte dei soggetti che si propongono, nonché la corretta stesura di un credibile piano di sviluppo (e rimborso del prestito) sono ulteriori elementi che influenzano la capacità di credito. Anche per i finanziamenti di terzi si potrà avere un livello minimo (per esempio, operazioni bancarie

finanza d'impresa

standard come lo smobilizzo fatture) e massimo (comprensivo di scoperti di conto corrente e di operazioni di medio/lungo periodo); all'interno di questo *range*, sempre denominato "ambito di decisione", si dovrà prescegliere la migliore composizione delle fonti di finanziamento.

Evidentemente i due ambiti di decisione, quello derivante dai soci e quello dai finanziatori, tenderanno a sovrapporsi in un'area definita. Quest'area, delimitata dai vincoli sopra descritti, rappresenta il margine di manovra nel quale si potrà agire per la determinazione del livello di struttura finanziaria ottimale. Come sopra accennato, è fondamentale che Basilea 2, oltre a portare nuova regolamentazione e adempimenti, permetta di conseguire anche livelli di chiarezza molto più alti di quelli attuali fra banca e impresa: sapere quale sia, per ciascuna banca, stante l'attuale situazione dell'impresa, il livello di affidamenti ottenibili e a quali condizioni è un elemento essenziale per assumere le migliori decisioni aziendali certi di una copertura finanziaria adeguata, e non promessa e poi non conseguita negli importi, nelle condizioni e nei tempi.

Le indicazioni dal settore, in termini di composizione delle fonti di finanziamento delle aziende operanti nello stesso ambito di attività, dovrebbero rappresentare la terza guida che deve condurre nella determinazione del rapporto di *debt/equity*. Infatti i dati che emergono dal settore rappresentano la *best practice* disponibile sul mercato.

In concreto, l'attività prende spunto dalla rilevazione, per classi di fatturato, del livello di indebitamento di aziende operanti nello stesso settore.

A partire da tale rilevazione si individueranno i valori minimi e massimi dell'indice di indebitamento, nonché il valore medio di settore.

La forchetta descritta dal *D/E* minimo e *D/E* massimo sarà il *range* entro cui si dovrebbe collocare la nostra scelta della struttura finanziaria. La media quella a cui tendere in condizioni di stabilità.

La lettura combinata dei vincoli esterni

La scelta della struttura finanziaria ottimale si deve dunque basare sui seguenti vincoli esterni:

- apporto minimo e massimo dei soci;

- massimo capitale finanziabile da terzi finanziatori;
- indicazioni provenienti dal settore,
- che ne determinano la validità.

In primo luogo, si dovrà verificare che la somma di patrimonio netto e posizione finanziaria netta, entrambi presi al livello massimo disponibile, sia in grado di fare fronte al fabbisogno derivante dalla gestione (capitale investito netto). In caso contrario:

- si dovrà reintervenire sull'apporto dei soci, vagliando la disponibilità e/o volontà ad accrescere il proprio contributo;
- si rivaluterà la capacità di finanziamento presso terzi a seguito dell'accrescimento dell'apporto dei soci;
- se tali interventi non fossero praticabili, l'unica strada percorribile sarebbe quella di ridurre gli investimenti e contrarre il *CIN*.

Quando la somma sia appena sufficiente a coprire il *CIN*, l'impresa, anche in presenza di ottime idee, valida strategia e organizzazione, potrebbe essere prigioniera della propria struttura finanziaria, non avere elasticità finanziaria, né possibilità di sviluppo.

Una volta verificata la copertura del fabbisogno finanziario, si procede a verificare il rispetto della struttura finanziaria prescelta rispetto al *range* espresso dal settore.

Se e quando è raggiunto l'*equilibrio* tra i tre vincoli esterni, si procede ad analizzare i vincoli interni.

I vincoli interni

A seconda del ciclo di vita dell'azienda, si esplicitano fabbisogni finanziari che necessitano di essere finanziati con forme di copertura appropriate alla *fase di sviluppo* del progetto imprenditoriale analizzato.

Il fabbisogno iniziale (*fase di avvio*), che supporta il rischio massimo, richiede necessariamente il sostegno di capitale dei soci, in quanto la percezione ingenerata presso potenziali finanziatori esterni sarebbe di non vedere onorato il proprio credito.

Al superamento della fase di avvio, raggiunto un ideale punto di *break*, il profilo di rischio si riduce e il fabbisogno finanziario può allora trovare copertura anche con capitale a prestito.

L'apertura al capitale di debito deve però essere verificata in termini di sostenibilità finanziaria del costo del debito, sulla base della composizione che abbiamo definito.

Coinvolgere delle risorse di debito nella parte iniziale della vita aziendale o comunque fare loro assumere un ruolo che non è proprio (copertura di rischio di *business*) comporta difatti la rinuncia a tale forma di finanziamento nella fase dello sviluppo. Così, nelle fasi di lancio (all'interno della forbice stabilita con i vincoli esterni), si dovrà spingere al massimo livello il capitale dei soci; successivamente, nella fase di consolidamento, quello dei finanziatori.

Una volta individuata la migliore composizione del passivo tra capitale proprio e capitale di debito in funzione dei vari vincoli, si procede a determinare le quote di strumenti di debito a medio-lungo e a breve.

A tale fine la determinazione di una serie di margini derivati dalle poste di bilancio e, in particolare, il calcolo del margine di struttura secondario risulta di fondamentale importanza: la suddivisione degli strumenti di debito tra breve e lunga scadenza dovrà essere valutata perseguendo l'obiettivo di un margine di struttura secondario positivo, ovvero di un corretto utilizzo delle fonti di finanziamento in linea con i corrispondenti impieghi. Si ricorda a tale proposito che, quando il margine di struttura secondario assume valori maggiori di zero, l'attivo a lungo è interamente finanziato mediante forme di debito con scadenza analoga (allineamento temporale delle scadenze), comprendendo anche quella parte dell'attivo a breve ineliminabile (giacenze fisiologiche di scorte e crediti verso clienti).

L'ultimo vincolo riguarda la *sostenibilità della struttura finanziaria prescelta*: si dovrà capire se il flusso di cassa dopo gli investimenti sia sufficiente per onorare il debito in termini sia di interessi sia di capitale.

Alle varie fasi di vita è associata una diversa capacità di sostenere la struttura finanziaria. Nella fase di avvio, i flussi derivanti dalla gestione operativa corrente sono negativi a causa dei ridotti vo-

lumi e margini sulle vendite (bassa visibilità sul mercato) e degli elevati costi operativi (bassi *standard* di efficienza operativa), oltre che degli investimenti ancora non a regime. Nelle fasi successive (sviluppo e maturità), i flussi derivanti dalla gestione operativa corrente divengono positivi e crescenti, generando condizioni di sostenibilità del debito finanziario, fino alla fase di declino, in cui i flussi operativi positivi sono in rapida contrazione. Il calcolo dell'indicatore *debt service cover ratio (DSCR)*² è molto utile al fine di valutare l'effettiva sostenibilità del debito. In particolare, tanto maggiore dell'unità sarà il rapporto, quanto più alta sarà la capacità finanziaria dell'impresa di sostenere il costo del debito (intesa quale somma di quota capitale e quota interessi). Un rapporto appena superiore all'unità potrebbe tuttavia non essere sufficiente: anche il patrimonio netto richiede remunerazione (non necessariamente esplicita) per il rischio sopportato nell'investimento.

Conclusioni: la determinazione del costo dei vincoli

In conclusione, la teoria finanziaria fornisce supporto nella determinazione astratta delle proporzioni ideali che dovrebbero essere osservate per la massimizzazione teorica del valore; nella realtà la scelta della struttura finanziaria ottimale risente di una serie di fattori vincolanti di natura esterna e interna che riducono notevolmente i margini di manovra.

Va da sé che tutti i vincoli interagiscono tra loro in un modo complesso, con implicazioni che hanno ripercussione sull'intera struttura finanziaria.

Se attraverso l'operazione descritta si riesce a definire la struttura finanziaria conseguibile come il migliore equilibrio fra i vincoli considerati, si potrà applicare questa struttura al modello teorico per calcolare il costo medio del capitale che ne deriverebbe.

Da quanto detto il livello empiricamente conseguito non rappresenterà il minimo invece conseguibi-

²*DSCR* è espressivo del rapporto fra autofinanziamento sotto forma di flusso di cassa disponibile dopo gli investimenti e costo complessivo del debito come somma fra quote capitali e interessi.



le attraverso l'approccio teorico. La differenza delle due remunerazioni, una conseguibile e l'altra ottimale, in assenza di vincoli permetterà di determinare un differenziale di interesse che misura in termini percentuali l'inefficienza della struttura. Se tale differenziale è moltiplicato per il capitale investito, si potrà agevolmente determinare un importo assoluto espressivo del costo dei vincoli. Spesso i numeri, più di ogni approccio teorico,

hanno un potere espressivo: proprio in questo ambito la misurazione del costo dei vincoli (interni ed esterni) potrebbe convincere ad adottare le azioni necessarie per rimuoverli o attenuarli. È la via per la capitalizzazione, per il confronto con i concorrenti (spesso sconosciuti nei loro assetti strategici), per il governo consapevole del rapporto con le banche e con l'investimento del capitale necessario e produttivo di reddito e di cassa.