

## Capitolo 4 BILANCIO E REDDITIVITÀ

di Luciana Zamprogna

### 4.1 MISURE CONTABILI DI REDDITIVITÀ DEL CAPITALE

I due precedenti capitoli hanno illustrato come la lettura dello stato patrimoniale consenta di valutare l'esistenza di dati equilibri *strutturali* nella composizione del capitale e come, attraverso i rendiconti finanziari, se ne possano conoscere le *dinamiche* di impiego e di copertura. Nell'introdurre i criteri di valutazione delle scelte finanziarie (cfr. par. 1.4) si è, tuttavia, sottolineato come il parametro-chiave per giudicare la validità delle decisioni connesse alla gestione del capitale vada ricercato in una qualche misura della loro attitudine a essere redditizie, attitudine che nel modello incentrato sul bilancio, viene espressa tramite *indicatori contabili di redditività*.

La *tabella 4.1* permette di individuare l'origine delle più ricorrenti misure di redditività del capitale. Il conto economico e lo stato patrimoniale (entrambi riclassificati) vengono riprodotti affiancati per mettere in risalto le corrispondenze che gli indici di redditività del capitale istituiscono fra dati elementi patrimoniali e date misure di reddito. A commento di quanto raffigurato, si osserva ciò che segue:

- lo stato patrimoniale è stato riprodotto secondo il criterio della pertinenza gestionale presentato nella tabella 2.3; per rendere più essenziali le considerazioni che seguiranno si è, tuttavia, fatta astrazione da eventuali attività non operative, per cui il capitale investito netto operativo (CINOP) e il capitale investito netto (CIN) vengono di fatto a coincidere; si osservi, inoltre, che, avendo adottato uno schema "a scalare", il capitale netto vi appare come differenza fra il capitale investito netto e i debiti finanziari;
- nella raffigurazione del conto economico gestionale si prescinde, per gli stessi motivi appena ricordati, da componenti di reddito atipiche e straordinarie;
- tra la struttura patrimoniale e quella economica sono istituibili delle relazioni riguardanti:
  - a. il *reddito netto* e il *capitale netto*;
  - b. il *reddito operativo* e il *capitale investito netto*;
  - c. gli *oneri finanziari* e i *debiti finanziari*.

a. Il rapporto fra reddito netto e capitale netto esprime la *redditività netta contabile del capitale* portato in azienda a titolo di *pieno rischio* e viene co-

Tabella 4.1 - Misure di redditività del capitale.

STATO PATRIMONIALE		CONTO ECONOMICO
1. Attività operative non correnti		Ricavi operativi
+		
2. Capitale circolante netto operativo		-
Attività correnti		Costi operativi
-		=
Passività correnti		
=		
3. Capitale investito netto	← ROI →	Reddito operativo
-		-
4. Debiti finanziari	← i →	Oneri finanziari
		=
		Reddito ante imposte
		-
		Imposte sul reddito
=		=
5. Capitale netto	← ROE →	Reddito netto

munemente indicato con la sigla *ROE*, dalle iniziali dell'equivalente inglese *Return On Equity*. Il *ROE* viene considerato una misura della redditività *globale* della gestione dal punto di vista dei detentori del capitale di rischio. Esso, infatti, avendo a numeratore del rapporto il risultato netto di bilancio, risente di *tutte* le componenti della gestione, da quelle operative a quelle finanziarie, atipiche, straordinarie e fiscali.

Moltiplicando il *ROE* per il valore *contabile* della singola azione (ottenuto come rapporto fra capitale netto di bilancio e numero di azioni) si ottiene il cosiddetto "utile per azione" (*EPS* o *Earning Per Share*):

$$ROE \times \frac{\text{Capitale netto}}{\text{n. azioni}} = \text{utile per azione (EPS)}$$

misura di frequente impiego nelle analisi finanziarie.

Al *ROE* viene riconosciuto un ruolo centrale nelle analisi e valutazioni che hanno per oggetto l'economicità delle scelte concernenti le dinamiche complessive del capitale nella gestione d'impresa. Questa centralità gli deriva dall'essere l'espressione della redditività dei mezzi apportati in azienda a titolo di rischio, cioè di quelle risorse di capitale vincolate a una remunerazione *residuale*, condizionata all'aver preventivamente remunerato tutti gli altri fattori produttivi (dal lavoro, ai materiali, al capitale di terzi ecc.).

b. Il rapporto fra *reddito operativo* e *capitale investito netto* misura la redditività del capitale complessivamente investito nell'impresa, indipendentemente dalla sua provenienza, sia esso apportato a titolo di rischio o sotto forma

di debito di prestito.<sup>1</sup> Tale rapporto, noto come *indice di redditività del capitale investito* o *ROI* (dall'inglese *Return On Investment*), misura i risultati conseguiti nell'ambito della sola gestione operativa, prescindendo quindi dalle scelte di politica finanziaria e da eventuali componenti atipiche e straordinarie (peraltro, non evidenziate, per semplicità, nella *tabella 4.1*).

c. L'ultima relazione considerata riguarda il rapporto fra *oneri finanziari* e *debiti finanziari* ed esprime il costo del capitale di terzi, cioè la remunerazione riconosciuta ai mezzi finanziari acquisiti dall'impresa a titolo di prestito. Tale rapporto verrà indicato con il simbolo *i*.<sup>2</sup> La sua rilevanza, nell'ambito delle valutazioni che hanno per oggetto la redditività del capitale, consiste nell'essere uno dei fattori condizionanti la redditività del capitale di rischio (ROE) attraverso le scelte di struttura finanziaria.

## 4.2 REDDITIVITÀ LORDA E REDDITIVITÀ NETTA

Le due misure considerate ai punti *sub b.* e *c.* del paragrafo precedente, vale a dire la redditività del capitale investito (ROI) e il costo dei mezzi di terzi (*i*), sono espresse al lordo degli effetti fiscali, a differenza del ROE che ne è, invece, al netto. Per meglio comprendere alcune considerazioni che seguiranno, può essere opportuno esprimere anche questi due rapporti al netto delle conseguenze fiscali, determinando un  $ROI_{\text{netto}}$  e un  $i_{\text{netto}}$ . A tal risultato si può pervenire attraverso due vie. La prima consiste nel calcolare sia il reddito operativo, sia gli oneri finanziari al netto delle imposte e procedere quindi al calcolo del  $ROI_{\text{netto}}$  e di  $i_{\text{netto}}$  ponendo questi due valori a numeratore dei rispettivi rapporti. Con il secondo procedimento, ROI e *i* (al lordo delle imposte) vengono moltiplicati per  $(1 - t)$ , dove *t* rappresenta l'aliquota fiscale, cioè l'incidenza delle imposte sul risultato prima delle imposte.<sup>3</sup>

L'esempio di *tabella 4.2* illustra quanto descritto ipotizzando i seguenti valori:

<sup>1</sup> Si ricorda che, date le modalità di riclassificazione seguite, il capitale investito è già al netto della parte finanziata da debiti correnti; alla sua copertura concorrono pertanto solo il capitale di rischio e i debiti finanziari (o di prestito).

<sup>2</sup> Talvolta, per analogia, con le precedenti misure, viene indicato con la sigla *ROD* (*Return On Debt*).

<sup>3</sup> Posto che  $ROI = \frac{RO}{CIN}$  (*RO* = reddito operativo; *CIN* = capitale investito netto), il ROI netto si otterrà come rapporto fra reddito operativo al netto delle imposte e *CIN*, cioè:

$$\frac{RO - t RO}{CIN} = \frac{RO(1-t)}{CIN} = \frac{RO}{CIN} (1-t) = ROI(1-t) \quad \text{c.v.d.}$$

Tabella 4.2 - Redditività operativa e costo dei debiti "lordi" e "netti".

ROI e <i>i</i> "lordi"		ROI e <i>i</i> "netti"	
RO	200	RO <sub>netto</sub>	100 (200 - 0,5 · 200)
- OF	(40)	OF <sub>netti</sub>	(20) (40 - 0,5 · 40)
RAI	160	RN	80
- I	(80)		
RN	80		
<hr/>		<hr/>	
ROE = $\frac{800}{600}$	= 13,3%	ROE = $\frac{80}{600}$	= 13,3%
ROI = $\frac{200}{1000}$	= 20%	ROI <sub>netto</sub> = $\frac{100}{1000}$	= 10%
<i>i</i> = $\frac{40}{400}$	= 10%	<i>i</i> <sub>netto</sub> = $\frac{20}{400}$	= 5%

- CIN = 1000
  - D = 400
  - CN = 600
- *t* = 0,5

Significato delle abbreviazioni usate:

- CIN = Capitale investito netto
- D = Debiti finanziari
- CN = Capitale netto
- RO = Reddito operativo (al lordo delle imposte)
- RO<sub>netto</sub> = Reddito operativo netto
- OF = Oneri finanziari (al lordo delle imposte)
- OF<sub>netti</sub> = Oneri finanziari netti
- RAI = Reddito ante imposte
- RN = Reddito netto

Ai medesimi risultati di ROI<sub>netto</sub> e di *i*<sub>netto</sub> calcolati nella parte destra del prospetto si sarebbe pervenuti seguendo il secondo procedimento, cioè:

$$\begin{aligned}
 - ROI_{netto} &= ROI(1 - t) = 20\% (1 - 0,5) = 10\% \\
 - i_{netto} &= i(1 - t) = 10\% (1 - 0,5) = 5\%
 \end{aligned}$$

Prima di procedere con nuovi argomenti, si precisa, per maggior chiarezza del lettore, quanto segue:

- la sigla *ROE* viene usata per indicare la redditività *netta* del capitale di rischio; volendo indicare la redditività *lorda* del medesimo (cioè il rapporto fra reddito ante imposte e capitale netto) si userà la sigla *ROE<sub>lordo</sub>*;
- le sigle *ROI* e *i* vengono usate per indicare la redditività del capitale investito e il costo dei debiti finanziari, entrambi al *lordo* delle imposte. Volendo fare riferimento alle stesse misure al *netto* del carico fiscale si useranno le sigle *ROI<sub>netto</sub>* e *i<sub>netto</sub>*.

### 4.3 LA REDDITIVITÀ SODDISFACENTE<sup>4</sup>

Individuati gli indicatori contabili più diffusi per valutare la bontà delle scelte riguardanti la gestione del capitale, si pone il problema di definire dei parametri di riferimento rispetto ai quali giudicare se un dato livello di prestazione si deve o meno giudicare soddisfacente. Il problema, in altre parole, consiste nel verificare se è possibile definire delle “soglie minime” di redditività rispetto alle quali accettare *ex-ante* — in sede di valutazione preventiva — ed *ex-post* — all’atto delle valutazioni consuntive — la validità delle iniziative da intraprendere o di quelle già intraprese.

Si tratta di una questione centrale nelle valutazioni aventi per oggetto la gestione del capitale, questione che la prassi ha affrontato in maniera empirica, quando non addirittura in modo errato. Sul piano teorico, l’approccio cui, almeno sul piano concettuale, viene attualmente riconosciuto il primato è quello ispirato al *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), modello basato su un solido impianto metodologico ispirato alle teorie finanziarie di analisi del portafoglio<sup>5</sup> con riferimento al quale si propongono alcune considerazioni preliminari.

L’approccio in questione è stato sviluppato con riferimento ad un investitore “asettico” che si presume valuti le decisioni attinenti alla gestione del capitale in base ad un apprezzamento oggettivo dei ritorni attesi, o conseguiti, in termini di rendimento e di rischio. Si presume, in altre parole, di trovarsi di fronte a un individuo razionale, non coinvolto affettivamente nella conduzione dell’impresa, ma orientato a impiegare il proprio capitale dove i rendimenti sono coerenti con aspettative fondate su presupposti oggettivi. Tutto ciò porta a identificare nel *costo del capitale* il parametro rispetto al quale commisurare la redditività del capitale investito; questo va inteso come un costo opportunità, cioè come il rendimento di un impiego, avente caratteristiche simili, cui si rinuncia avendo optato per un investimento alternativo.

<sup>4</sup> Questo paragrafo è in gran parte tratto dal nostro precedente lavoro: L. Brusa-L. Zamprogna, *Pianificazione e controllo di gestione*, Etas Libri, Milano 1991, pagg. 40-45.

<sup>5</sup> Per ulteriori considerazioni sull’argomento si rinvia al Capitolo 7.

Si tratterà, più precisamente, di definire un *costo del capitale proprio* quando il problema consiste nell'individuare un parametro di redditività soddisfacente per il ROE; sarà invece un *costo del capitale investito* se lo scopo è di identificare un termine di confronto per il ROI.

A questo punto il problema consiste nel trovare delle modalità concrete per definire questo costo, tenendo presente che deve essere l'espressione quanto più possibile oggettiva di ciò che si può ricavare da impieghi simili sotto il profilo del *rischio*. È infatti evidente che non si può esprimere lo stesso giudizio su due aziende che hanno generato la stessa redditività (comunque espressa), ma operando in aree strategiche di affari che si collocano agli antipodi per ciò che riguarda la stabilità dei risultati conseguiti: l'una caratterizzata da rendimenti costanti, poco sensibile alle dinamiche competitive e alle "cose" dell'economia in generale; l'altra invece caratterizzata da ampie fluttuazioni nella redditività, determinate dall'operare in uno scenario competitivo molto acceso e da un'elevata sensibilità alla situazione macroeconomica. Il rischio corso da chi investe nella prima azienda è ovviamente inferiore a quello sopportato da chi ha impiegato i propri capitali nella seconda. Per tener conto delle diverse caratteristiche di rischiosità dei due investimenti, il modello del CAPM suggerisce di definire il costo del capitale (cioè il parametro che rappresenta la redditività soddisfacente) maggiorando il *rendimento di investimenti a rischio nullo*, o quasi nullo, di un *premio per il rischio*. Si avrebbe pertanto:

$$\text{Costo del capitale} = \text{Rendimento} + \text{Premio per il rischio} \\ \text{impieghi a} \\ \text{rischio nullo}$$

Il rendimento di impieghi senza rischio può venire stimato abbastanza agevolmente facendo riferimento, ad esempio, ai titoli di stato a medio-lungo termine; esso, inoltre, non varia, sia che si voglia determinare il costo del capitale *proprio*, sia che si intenda calcolare il costo del capitale *investito*.

Quanto al premio per il rischio, la questione si complica, rappresentando a tutt'oggi un problema solo parzialmente risolto sul quale si ritornerà nel Capitolo 7, limitandoci per il momento ad alcune notazioni sulla natura del rischio stesso, le cui componenti variano a seconda che si intenda stimare il costo del capitale proprio o quello del capitale investito.

Se oggetto di stima è il *costo del capitale investito* (*K*) si deve fare riferimento al solo *rischio operativo*, cioè alla variabilità dei rendimenti imputabile a caratteristiche insite nei business o riscontrabili nell'ambito della gestione caratteristica dell'azienda. L'esistenza di barriere all'entrata, la concentrazione delle fonti di approvvigionamento, la rigidità delle strutture di costo, l'obsolescenza degli impianti sono solo alcuni esempi di fattori — tipici del business o dell'azienda — che si riflettono sulla variabilità della redditività operativa.

Qualora si intenda, invece, quantificare il *costo del capitale proprio* ( $K_E$ ) è necessario introdurre una seconda componente di rischio, oltre a quella operativa, denominata *rischio finanziario*. Le aspettative dell'azionista per una redditività soddisfacente, aspettative che, come detto, si identificano nel costo del capitale proprio, sono infatti condizionate anche dall'effetto moltiplicativo derivante dalle scelte sul grado di indebitamento, effetto tanto maggiore quanto più questo risulta elevato.

Si considerino a titolo di esempio le due aziende della *tabella 4.3*. Entrambe hanno la stessa redditività operativa, ma mentre l'impresa A si finanzia interamente con mezzi propri, l'impresa B fa ricorso al debito per metà del suo fabbisogno complessivo. La parte inferiore della tabella mette in evidenza come, a fronte di una caduta della redditività operativa che colpisce nella stessa misura le due aziende (il ROI passa dal 20 al 18%), la redditività del capitale di rischio, cioè il ROE, subisce una oscillazione più ampia in B (indebitata) che non in A (non indebitata). Infatti, mentre la prima fa segnare una riduzione del 16%, nella seconda, la riduzione è solo del 10%. Tutto ciò, lo ribadiamo, a parità di rischio operativo. Quanto illustrato nel presente paragrafo viene schematizzato nella *tabella 4.4*.

*Tabella 4.3 - Esempio di maggior variabilità del ROE in presenza di rischio finanziario.*

	IMPRESA A	IMPRESA B
Capitale investito	500	500
Capitale proprio	500	250
Debiti	—	250
Reddito operativo	100	100
Oneri finanziari ( $i = 15\%$ )	—	37,5
Reddito ante imposte	100	62,5
ROI	20%	20%
ROE lordo	20%	20%

---

*Un crollo dei prezzi provoca una riduzione del 10% nel reddito operativo*

	IMPRESA A	IMPRESA B
Capitale investito	500	500
Capitale proprio	500	250
Debiti	—	250
Reddito operativo	90 (-10%)	90 (-10%)
Oneri finanziari ( $i = 15\%$ )	—	37,5
Reddito ante imposte	90 (-10%)	52,5 (-16%)
ROI	18% (-10%)	18% (-10%)
ROE lordo	18% (-10%)	21% (-16%)

Tabella 4.4 - Indici di redditività e parametri di confronto.

Misure di redditività del capitale	Parametri per definire il livello di redditività soddisfacente	Modalità di calcolo del costo del capitale	Natura del rischio
ROE	Costo del capitale proprio ( $K_E$ )	Rendimento impieghi a rischio nullo + Premio per il rischio	Operativo Finanziario
ROE	Costo del capitale investito ( $K$ )		Operativo

#### 4.4 LE DETERMINANTI DELLA REDDITIVITÀ DEL CAPITALE PROPRIO: IL MODELLO DELLA "LEVA FINANZIARIA"

Nelle pagine precedenti si è più volte ribadito che il fulcro delle valutazioni inerenti alla gestione del capitale è, nel modello imperniato su dati di derivazione contabile, il ROE; si è, inoltre, individuato nel costo del capitale proprio ( $K_E$ ) il valore di riferimento rispetto al quale giudicare l'adeguatezza dei risultati attesi, o conseguiti, in termini di redditività del capitale di rischio, pur non avendo ancora definito modalità operative di calcolo dello stesso. Ci accingiamo ora a chiarire da quali fattori dipenda il ROE, esplicitando i legami con le altre misure di redditività e di struttura finanziaria introdotte in precedenza.

Si riprenda in considerazione il ROI. Trattandosi di una misura della redditività del capitale complessivamente investito nella gestione, può venire espresso come media aritmetica ponderata dei rendimenti delle componenti da cui è formato, cioè i debiti finanziari e il capitale di rischio. Esprimendo tali rendimenti al netto delle imposte, si avrà pertanto:

$$ROI_{\text{netto}} = ROE \cdot \frac{CN}{CIN} + i_{\text{netto}} \cdot \frac{D}{CIN} \quad [1]$$

dove  $ROI_{\text{netto}}$ ,  $ROE$  e  $i_{\text{netto}}$  hanno il significato visto sopra,<sup>6</sup> mentre i rapporti  $CN/CIN$  e  $D/CIN$  rappresentano i pesi, cioè le proporzioni con cui il capi-

<sup>6</sup> Si cfr. i parr. 4.1 e 4.2. Si ricorda, inoltre, che, in base alla simbologia utilizzata, il ROE rappresenta un rendimento al netto delle imposte.

tale proprio (CN) e i debiti finanziari (D) concorrono a finanziare il CIN (ovviamente  $CIN = CN + D$ ).

Con riferimento all'esempio riportato nel paragrafo 4.2 (tabella 4.2), è immediato verificare che, dati:

$$\begin{aligned} - \text{ROE} &= 13,3\% \\ - i_{\text{netto}} &= 5\% \\ - \frac{CN}{CIN} &= 0,6 \\ - \frac{D}{CIN} &= 0,4 \end{aligned}$$

si avrà:

$$ROI_{\text{netto}} = 13,3\% \times 0,6 + 5\% \times 0,4 = 10\%$$

cioè il valore ottenuto direttamente come rapporto tra reddito operativo netto e capitale investito netto.

Rielaborando l'espressione [1],<sup>7</sup> si perviene alla [2], sotto riportata, nella quale è il ROE ad apparire in funzione delle altre variabili in gioco, vale a dire  $ROI_{\text{netto}}$ ,  $i_{\text{netto}}$  e il rapporto di indebitamento finanziario (D/CN):

$$\text{ROE} = ROI_{\text{netto}} + (ROI_{\text{netto}} - i_{\text{netto}}) \frac{D}{CN} \quad [2]$$

L'espressione ottenuta identifica la *formula della leva finanziaria* applicata ai dati di bilancio;<sup>8</sup> essa mette in chiaro le relazioni che legano la redditi-

$${}^7 ROI_n = ROE \times \frac{CN}{CIN} + i_n \times \frac{D}{CIN}$$

da cui:

$$ROE = \frac{ROI_n - i_n \cdot \frac{D}{CIN}}{\frac{CN}{CIN}} = \left( ROI_n - i_n \frac{D}{CIN} \right) \cdot \frac{CIN}{CN} = ROI_n \cdot \frac{CIN}{CN} - i_n \frac{D}{CN}$$

Ricordando che:  $CIN = CN + D$  e sostituendo nell'espressione precedente avremo:

$$\begin{aligned} ROE &= ROI_n \frac{CN+D}{CN} - i_n \frac{D}{CN} = ROI_n \cdot \frac{CN}{CN} + ROI_n \cdot \frac{D}{CN} - i_n \frac{D}{CN} = \\ &= ROI_n + (ROI_n - i_n) \cdot \frac{D}{CN} \quad \text{c.v.d.} \end{aligned}$$

<sup>8</sup> L'equazione della leva finanziaria si deve a F. Modigliani-M.H. Miller, "The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment", in *American Economic Review*, giugno 1958. Sulla sua applicazione ai dati di bilancio si vedano: A. Contas, *Strategia aziendale e politiche finanziarie*, in P. Gennaro-G.C. Cillario, *Strategia e pianificazione nell'impresa*, Etas Compass, Milano 1968 e G. Ferrero-F. Dezzani, *Manuale...*, cit., pagg. 298-303.

vità del capitale di rischio alla redditività netta della gestione operativa ( $ROI_{\text{netto}}$ ), al costo dei debiti finanziari dedotto il risparmio fiscale sugli interessi passivi ( $i_n$ ), al livello dell'indebitamento finanziario, misurato dal rapporto  $D_{\text{netto}}/CN$ .

Equivalente alla [2] è la [2 bis] nella quale la redditività operativa e il costo del debito vengono espressi al lordo delle imposte e l'aliquota fiscale ( $t$ ) evidenziata separatamente.

$$ROE = \left[ ROI + (ROI - i) \cdot \frac{D}{CN} \right] (1 - t) \quad [2 \text{ bis}]$$

Da questa formulazione emerge con chiarezza che la redditività netta contabile per l'azionista dipende:

- dai risultati conseguiti, o attesi, nell'ambito della gestione operativa (ROI);
- dallo "spread" fra redditività operativa e costo del capitale di credito, cioè  $(ROI - i)$ ;
- dalla struttura finanziaria, misurata dal rapporto di indebitamento ed espressione delle politiche finanziarie dell'azienda;
- dall'aliquota fiscale ( $t$ ).

Vogliamo soffermarci, in particolare, sull'evidenza che l'equazione della leva finanziaria dà al livello dell'indebitamento quale fattore condizionante la redditività del capitale di rischio. A parità di performance operative (cioè di ROI), possono infatti configurarsi le diverse situazioni riassunte nella *tabella 4.5*.

Essa mette in luce come, in assenza di indebitamento (caso *a.*), la redditività del capitale di rischio sia unicamente funzione dei risultati conseguiti dalla gestione operativa ( $ROE = ROI_{\text{netto}}$ ). Il ricorso al debito (caso *b.*) si ripercuote invece sulla redditività del capitale proprio, in senso moltiplicativo o demoltiplicativo a seconda che sia  $ROI_n > i_n$  o viceversa. Più precisamente, quando la conduzione dei business rende più di quanto non costi ottenere denaro in prestito da terzi (caso *b1*), il ROE risulta più alto del  $ROI_{\text{netto}}$ , tanto più quando maggiore è il ricorso all'indebitamento, cioè il rapporto  $\frac{D}{CN}$ . Si

parla, in questo caso, di *effetto leva positivo* a significare le conseguenze in senso maggiorativo che l'indebitamento esercita sul rendimento del capitale di rischio rispetto alle performance ritraibili dalla sola gestione operativa.

L'effetto leva si inverte ("*leverage negativo*") nel caso *b3*: se il rendimento ottenuto dai business è inferiore al costo del capitale di credito, a "rimetterci" sono i titolari del capitale a pieno rischio, che vedono la loro remunerazione ridotta rispetto alle potenzialità della gestione operativa, tanto più ridotta quanto più elevato è il ricorso all'indebitamento.

Tabella 4.5 - Relazioni emergenti dalla formula della leva finanziaria.

$a. \frac{D}{CN} = 0 \quad \rightarrow \quad ROE = ROI_{\text{netto}}$	
$b. \frac{D}{CN} > 0$	$b_1) ROI_n > i_n \rightarrow ROE > ROI_{\text{netto}}$
	$b_2) ROI_n = i_n \rightarrow ROE = ROI_{\text{netto}}$
	$b_3) ROI < i_n \rightarrow ROE < ROI_{\text{netto}}$

#### 4.5 L'EFFETTO DI LEVA FINANZIARIA: AVVERTENZA E RINVIO

Da quanto illustrato circa il meccanismo della leva finanziaria, si potrebbe essere indotti a concludere che il ricorso all'indebitamento è premiante per i detentori del capitale di rischio quando si è in presenza di uno "spread" positivo, cioè di  $ROI_n > i_n$ : quanto più l'azienda è indebitata, tanto maggiore risulta infatti l'effetto moltiplicativo sul ROE.

Tale conclusione rischia, tuttavia, di essere affrettata perché non considera che un livello di indebitamento troppo spinto aumenta il rischio, magari a tempi lunghi, che l'azienda sia soffocata dai debiti e diventi insolvente, compromettendo così la sua stessa sopravvivenza. Inoltre, anche se si prescinde da livelli di indebitamento considerati eccessivi, un giudizio definitivo non può prescindere da come le scelte inerenti alla struttura finanziaria si ripercuotono sulla redditività soddisfacente, cioè sul parametro rispetto al quale valutare le performance reddituali dell'azienda. Si ricorda, infatti (tabella 4.4), come il costo del capitale proprio, assunto a misura della redditività soddisfacente, sia influenzato anche dal rischio finanziario il quale è funzione del grado di indebitamento dell'impresa.

Ne consegue che, prima di poter esprimere una valutazione certa sui benefici che l'utilizzo della leva finanziaria comporta per i detentori del capitale proprio, si deve accertare se e come l'indebitamento si riflette sulla redditività minima soddisfacente. È, infatti, evidente che, se all'aumento del ROE si accompagnasse un pari incremento di quest'ultima, non vi sarebbe alcun reale beneficio per il capitale di rischio, beneficio che, invece, rimarrebbe, anche se attenuato, qualora l'incremento nel *costo* del capitale proprio ( $K_E$ ) risultasse inferiore rispetto a quello registrato dal *rendimento* del medesimo (ROE).

Il tema proposto chiama in causa, da un lato le modalità di misura del costo del capitale, dall'altro il problema della struttura finanziaria ottimale. L'averlo anticipato in questa sede ci è parso doveroso per mettere in guardia da conclusioni affrettate. Una trattazione sistematica e approfondita viene peraltro rinviata al Capitolo 11.

#### 4.6 LE DETERMINANTI DELLA REDDITIVITÀ DEL CAPITALE INVESTITO

Nell'ambito delle variabili da cui dipende la redditività del capitale di rischio, un ruolo cardine spetta al ROI, in quanto indice dell'abilità con cui viene governato il business attraverso le leve a disposizione del management. Particolare attenzione è stata quindi posta nell'individuare le variabili che lo condizionano, pervenendo allo schema di analisi, noto anche come "albero del ROI", riprodotto nella *figura 4.1*. Ad esso dedichiamo un sintetico commento, rinviando, per approfondimenti all'abbondante letteratura in materia.<sup>9</sup>

Come evidenziato nella *figura 4.1*, il ROI può venire scomposto nel modo seguente:

$$ROI = \frac{RO}{CIN} = \frac{RO}{Vendite} \times \frac{Vendite}{CIN}$$

Il rapporto tra reddito operativo e vendite misura la *redditività delle vendite*; esso segnala il margine di utile operativo che rimane per lira di fatturato dopo aver coperto i costi operativi. Noto anche come *ROS (Return On Sales)*, la sua analisi può, in determinate circostanze, venire agevolata dalla preventiva scomposizione dei costi secondo la variabilità, il che permette di apprezzare come il *margine di contribuzione* e i *costi fissi* concorrono a determinarne l'entità e le variazioni. La *figura 4.1* riporta anche le *variabili elementari* che condizionano l'incidenza del margine di contribuzione e dei costi fissi sui ricavi: volumi, prezzi, efficienza, scelte organizzative e tecnologiche, politiche degli ammortamenti e delle spese discrezionali ecc.

Il secondo fattore in cui risulta scomponibile il ROI è il *tasso di rotazione del capitale investito*, dato dal rapporto fra vendite e capitale investito netto. Esso è suscettibile di più chiavi di lettura, potendo venire interpretato sia come misura della *produttività del capitale*,<sup>10</sup> sia come parametro di *liquidità* in quanto espressione dell'attitudine a tradurre in forma liquida il capitale investito attraverso i ricavi di vendita. In termini generali, esso segnala che per tutelare efficacemente la redditività del capitale investito non è sufficiente governare la relazione tra vendite e costi operativi (cioè il ROS), ma anche l'entità dell'investimento complessivo per unità di fatturato.

<sup>9</sup> In aggiunta alle indicazioni bibliografiche riportate nella nota 1 del Capitolo 2, si confrontino anche: C. Caramiello, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano 1994 e V. Coda-G. Brunetti-M. Barbato Bergamin, *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano 1974.

<sup>10</sup> In questa prospettiva, si preferisce talvolta ricorrere al rapporto: valore aggiunto/capitale investito netto.

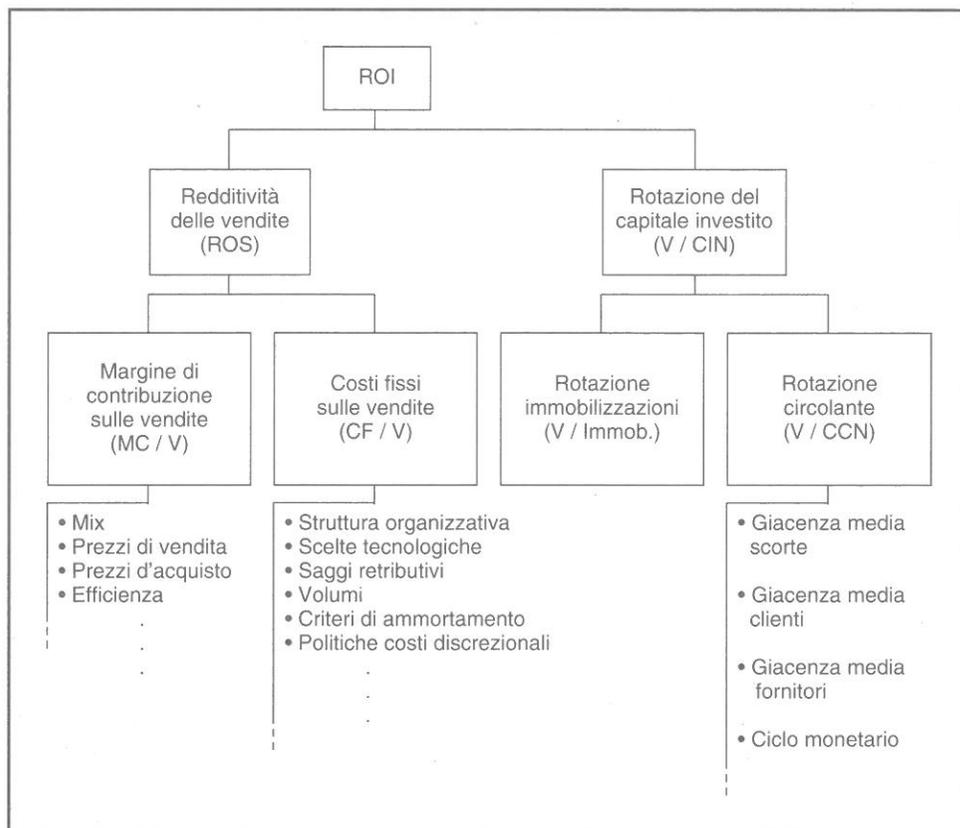


Figura 4.1 - Le determinanti della redditività operativa.

I fattori da cui dipende la rotazione del capitale investito sono innanzitutto riconducibili ai due *indici parziali* di rotazione denominati:

- indice di *rotazione delle immobilizzazioni*;
- indice di *rotazione del capitale circolante netto*.

Il primo rapporto viene spesso riferito alle sole immobilizzazioni tecniche (Vendite/Immobilizzazioni tecniche nette) ed esprime, in particolare, l'esistenza di condizioni di equilibrio tra livello di attività (misurato dalle vendite) e dimensioni strutturali (misurate dall'investimento in immobilizzazioni tecniche).

L'indice di rotazione del circolante netto segnala sia l'efficienza nella gestione dello stesso, sia le politiche attraverso cui l'azienda dà attuazione ai propri orientamenti strategici, specie per ciò che riguarda il servizio alla clien-

tela. Data la rilevanza che esso riveste,<sup>11</sup> essendo il riflesso di scelte che interessano le principali funzioni operative dell'impresa, è a sua volta oggetto di analisi mediante il calcolo di indici parziali di rotazione del circolante, esprimibili anche come *indici di giacenza media* degli elementi costituenti: scorte, crediti verso clienti, debiti verso fornitori. Gli indici in questione si ottengono nel modo seguente:

a. *giacenza media delle scorte* (in giorni):

$$\frac{\text{Valore Scorte}}{\text{Costo del venduto}} \times 365$$

b. *giacenza media del credito vs. clienti* (in giorni):

$$\frac{\text{Crediti vs. clienti}}{\text{Vendite}} \times 365$$

c. *dilazione media del debito vs. fornitori* (in giorni):

$$\frac{\text{Debiti vs. fornitori}}{\text{Acquisti}} \times 365$$

Essi esprimono, in termini di giorni, la durata del ciclo produttivo, la durata del credito concesso alla clientela e di quello ottenuto dai fornitori. La somma algebrica<sup>12</sup> dei tre indici su riportati misura il cosiddetto *ciclo monetario*, cioè il periodo di tempo che mediamente intercorre tra l'uscita monetaria collegata all'acquisto di fattori produttivi ad utilità semplice e l'entrata monetaria derivante dalle vendite. La crescente attenzione di cui è oggetto questo parametro, e le misure di "lead time" ad esso riconducibili, deriva dall'essere l'espressione di processi gestionali nei quali si sono per lungo tempo annidati *ritardi* e sacche di *inefficienza* non più compatibili con le esigenze di competitività sui costi che caratterizzano gli attuali scenari concorrenziali.

#### 4.7 REDDITIVITÀ, SVILUPPO E POLITICHE FINANZIARIE

Le considerazioni sviluppate sinora sul modello contabile derivavano dall'esigenza di verificarne le logiche e gli strumenti nell'ambito delle valutazio-

<sup>11</sup> Su tale argomento si ritornerà nel Capitolo 10 dedicato alla gestione del capitale circolante.

<sup>12</sup> Si fa presente che la dilazione media del debito verso fornitori riduce il ciclo monetario, per cui il relativo indice va sottratto quando si procede al calcolo dello stesso.

ni inerenti alla gestione del capitale. L'equazione della leva finanziaria si presenta come uno schema di analisi di particolare efficacia per delinearne le relazioni esistenti tra redditività del capitale e politiche di indebitamento. Il modello si presta, inoltre, ad ulteriori considerazioni sulla compatibilità che deve sussistere tra queste due variabili e lo *sviluppo* dell'impresa, inteso come condizione strumentale al mantenimento o al conseguimento della posizione competitiva necessaria per garantire la continuità dell'impresa in condizioni di economicità.<sup>13</sup> Si ricorda, infatti, come noti modelli di analisi strategica abbiano posto l'accento sulla crescita a ritmi uguali o superiori a quelli medi del business, o dei concorrenti significativi, quale condizione necessaria alla tutela della capacità competitiva.

La nozione di *sviluppo sostenibile* e l'espressione matematica relativa derivano dall'esigenza di rendere esplicita la relazione che rende compatibili gli obiettivi di crescita con il mantenimento dell'equilibrio economico e finanziario globale.

Quando il disegno strategico richiede un incremento del capitale investito si ha un fabbisogno finanziario la cui copertura può essere affidata all'auto-finanziamento, ad apporti di capitale sociale, all'accensione di nuovi debiti o a una combinazione di queste tre forme. Secondo la formulazione originaria del modello, noto come *modello dello sviluppo "internamente" sostenibile*, si accertano le condizioni che rendono la crescita compatibile con i mezzi generati internamente, cioè con l'autofinanziamento.

Per comprendere l'enfasi posta sull'esigenza di mantenere lo sviluppo nei limiti consentiti dall'autofinanziamento, è necessario richiamare *due premesse* che stanno alla base del modello. La *prima* è che il capitale rappresenta una risorsa scarsa non facilmente reperibile sui mercati finanziari, né sotto forma di capitale azionario, né sotto forma di capitale di credito. La *seconda* è che l'impresa, nell'ambito delle politiche volte a mantenere un dato assetto economico-finanziario complessivo, ha tra i suoi obiettivi quello di non intaccare certi equilibri strutturali attinenti alla composizione delle fonti.

Il primo punto riguarda il mercato dei capitali e ipotizza l'esistenza di restrizioni al reperimento dei mezzi finanziari; si tratta quindi di un vincolo esterno al quale ci si deve in qualche modo uniformare. Il secondo presupposto è che vi sia una propensione "forte" a mantenere una struttura finanziaria considerata ottimale anche, ma non solo, in considerazione delle resistenze che il mercato finanziario potrebbe frapporre a una sua modifica sostanziale. Detto in altri termini, ciò significa che ad alcune difficoltà oggettive poste dal mercato si affiancano le *preferenze* del management e/o della pro-

---

<sup>13</sup> Per maggiori approfondimenti sul significato e la necessità dello "sviluppo" si rinvia al nostro precedente lavoro, L. Brusa-L. Zamproga, *Pianificazione...*, cit., pagg. 51-65, da cui sono tratte le considerazioni che seguono; si veda, inoltre, A. Contas, cit., cui si deve il "modello dello sviluppo sostenibile".

prietà circa la struttura desiderata delle fonti di finanziamento. L'azione congiunta di queste due cause porta a privilegiare l'autofinanziamento tra le coperture teoricamente attivabili per sostenere lo sviluppo.

Esaurite queste precisazioni, necessarie per inquadrare le motivazioni di fondo del modello, vediamo in concreto come esso si configura.

#### 4.7.1 La formula dello sviluppo "internamente" sostenibile

Il modello dello sviluppo "internamente" sostenibile afferma che un'impresa può crescere, senza ricorrere ad apporti *esterni di capitale di rischio* e senza modificare la struttura finanziaria, nei limiti della capacità di *autofinanziarsi*. Esprimendo il tasso di sviluppo internamente sostenibile in termini di variazione percentuale del capitale investito netto e il saggio di autofinanziamento come percentuale di utili non distribuiti sul capitale netto, il tasso di crescita sostenibile con mezzi autogenerati risulta pari a:

$$g = \frac{A}{CN} \quad [3]$$

dove:

$g$  = tasso di sviluppo "internamente" sostenibile (inteso come variazione % del capitale investito netto iniziale);

$A$  = utile non distribuito (cioè, autofinanziamento in senso stretto);

$CN$  = capitale netto iniziale;

$\frac{A}{CN}$  = saggio % di autofinanziamento.

Considerando inoltre che

$$A = UN - UD$$

cioè, l'utile non distribuito ( $A$ ) è uguale all'utile ( $UN$ ) meno i dividendi distribuiti ( $UD$ ), si può, con alcuni semplici passaggi,<sup>14</sup> risalire alla seguente espressione, equivalente alla [3], ma più utile sul piano operativo:

---

<sup>14</sup> Dividendo per  $CN$  entrambi i membri dell'uguaglianza si ottiene:  
 $\frac{A}{CN} = \frac{UN}{CN} - \frac{UD}{CN}$ ; moltiplicando poi  $\frac{UD}{CN}$  per il rapporto  $\frac{UN}{UN}$  che, essendo pari a 1 non modifica i termini dell'equazione, si ottiene:

$$\frac{A}{CN} = \frac{UN}{CN} - \frac{UD}{CN} \cdot \frac{UN}{UN} \quad \text{che equivale a:} \quad \frac{A}{CN} = \frac{UN}{CN} - \frac{UD}{UN} \cdot \frac{UN}{CN}$$

Indicando  $\frac{UD}{UN}$  con  $d$  (tasso di dividendo) e sostituendo gli altri termini con i simboli noti, si ottiene:

$$g = ROE - d ROE = ROE(1 - d)$$

c.v.d.

$$g = ROE(1 - d) \quad [4]$$

dove:

$ROE$  = tasso % di redditività del capitale netto;

$d$  = tasso di dividendo (o tasso di distribuzione dell'utile) ottenuto come rapporto tra dividendi distribuiti e utile netto ( $UD/UN$ ).

L'espressione [4] ci dice, per esempio, che un'impresa che preveda di conseguire un ROE del 20% e di distribuire il 50% dell'utile come dividendo ( $d=0,5$ ) potrà crescere *autonomamente* ad un tasso del 10%, in altri termini  $20\% \cdot (1 - 0,5)$ .

Con un ulteriore passaggio, la [4] può venire formulata in maniera estesa. È facilmente intuibile che ciò avviene sostituendo al ROE le sue determinanti secondo l'espressione della leva finanziaria *sub* [2 bis]. Il saggio di crescita *internamente* sostenibile risulta quindi, in definitiva, dalla seguente equazione:

$$g = \left[ ROI + (ROI - i) \cdot \frac{D}{CN} \right] (1 - t)(1 - d) \quad [5]$$

Il significato dei simboli è quello ricordato in precedenza.

L'espressione [5] mette chiaramente in evidenza le variabili da cui dipende la possibilità di perseguire autonomamente lo sviluppo richiesto dall'attuazione del disegno strategico. Tali variabili sono, per ovvi motivi, le stesse che abbiamo esaminato analizzando le determinanti del ROE, con l'aggiunta del tasso di distribuzione dell'utile.