

Corsi di laurea magistrale in:
- Economia, finanza e impresa
- Gestione strategica e marketing digitale

Crisi, risanamento e reporting

Logiche di analisi dell'equilibrio economico 4

Prof. Anna Lucia Muserra

Anno Accademico 2023-2024

Logiche di analisi dell'equilibrio economico 4

L'influenza della struttura finanziaria sulla redditività netta

Redditività netta



La struttura finanziaria influenza la redditività netta

Produce oneri che riducono il valore del reddito operativo e che dipendono da

Costo indebitamento

Rapporto debiti / mezzi propri

L'effetto prodotto dall'AUMENTO DELL'INDEBITAMENTO sulla redditività operativa ed extra- operativa di un'azienda è detto

EFFETTO LEVA



LA RELAZIONE FRA ROE E ROI

$$\text{Roe} = \text{Rn}/\text{MP} = (\text{Ro} - \text{Of})/\text{MP} = \text{Ro}/\text{MP} - \text{Of}/\text{MP}$$

$$\text{Roe} = \frac{\text{Roi} \times \text{CI} - \text{tf} \times \text{Df}}{\text{MP}}$$

$$\text{Roe} = \frac{\text{Roi} \times (\text{MP} + \text{DF}) - \text{tf} \times \text{Df}}{\text{MP}}$$

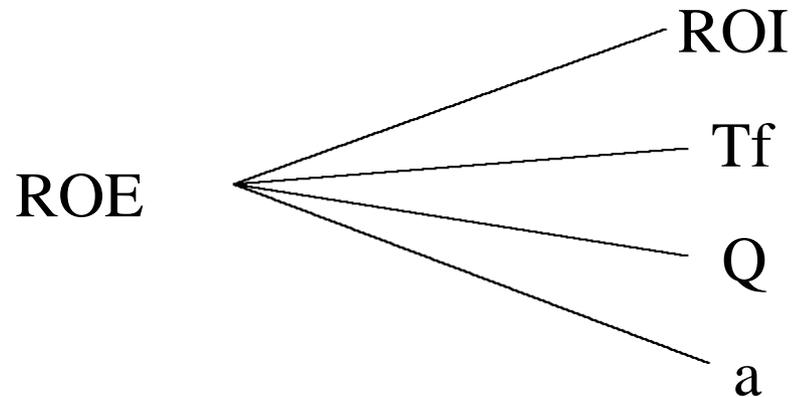
$$\text{Roe} = \text{Roi} + \text{Roi} \times \frac{\text{DF}}{\text{MP}} - \text{tf} \times \frac{\text{Df}}{\text{MP}}$$

$$\text{Roe} = \text{Roi} + (\text{Roi} - \text{tf}) \times \frac{\text{Df}}{\text{Mp}}$$

$$\text{Roe} = \text{Roi} + (\text{Roi} - \text{tf}) \times q$$

$$\text{Roen} = \text{Roi} + (\text{Roi} - \text{tf}) \times q \quad (1-a)$$

LA RELAZIONE TRA ROE E ROI



La redditività netta dell'azienda dipende in prima analisi dalla redditività operativa ed extra operativa.

Nell'ipotesi che la gestione straordinaria sia assente il reddito netto divergerà da quello operativo per effetto degli oneri finanziari e tributari

LA RELAZIONE TRA ROE E ROI

Ci	1.500		Ro	270
Mp	1.500		Of	0
Df	0		Rlordo	270
			Ot	121,5
			Rnetto	148,5
ROI	18,0%			
ROE I	18,0%			
ROE n	9,9%			
ROE I = ROI				
ROE n = ROI (1 - a)				

LA RELAZIONE TRA ROE E ROI

Ci	1.500		Ro	270
Mp	750		Of	75
Df	750		Rlordo	195
			Ot	87,75
			Rnetto	107,25
ROI	18,0%		tf	10,0%
ROE I	26,0%			
ROE n	14,3%			
$ROE I = ROI + (ROI - tf)$				
$ROE n = (ROI + (ROI - tf)) (1 - a)$				

LA RELAZIONE TRA ROE E ROI

Ci	1.500		Ro	270
Mp	500		Of	100
Df	1.000		Rlordo	170
			Ot	76,5
			Rnetto	93,5
ROI	18,0%		tf	10,0%
ROE I	34,0%		q	2
ROE n	18,7%			
$ROE I = ROI + (ROI - tf) q$				
$ROE n = (ROI + (ROI - tf) q) (1 - a)$				

LA RELAZIONE TRA ROE E ROI

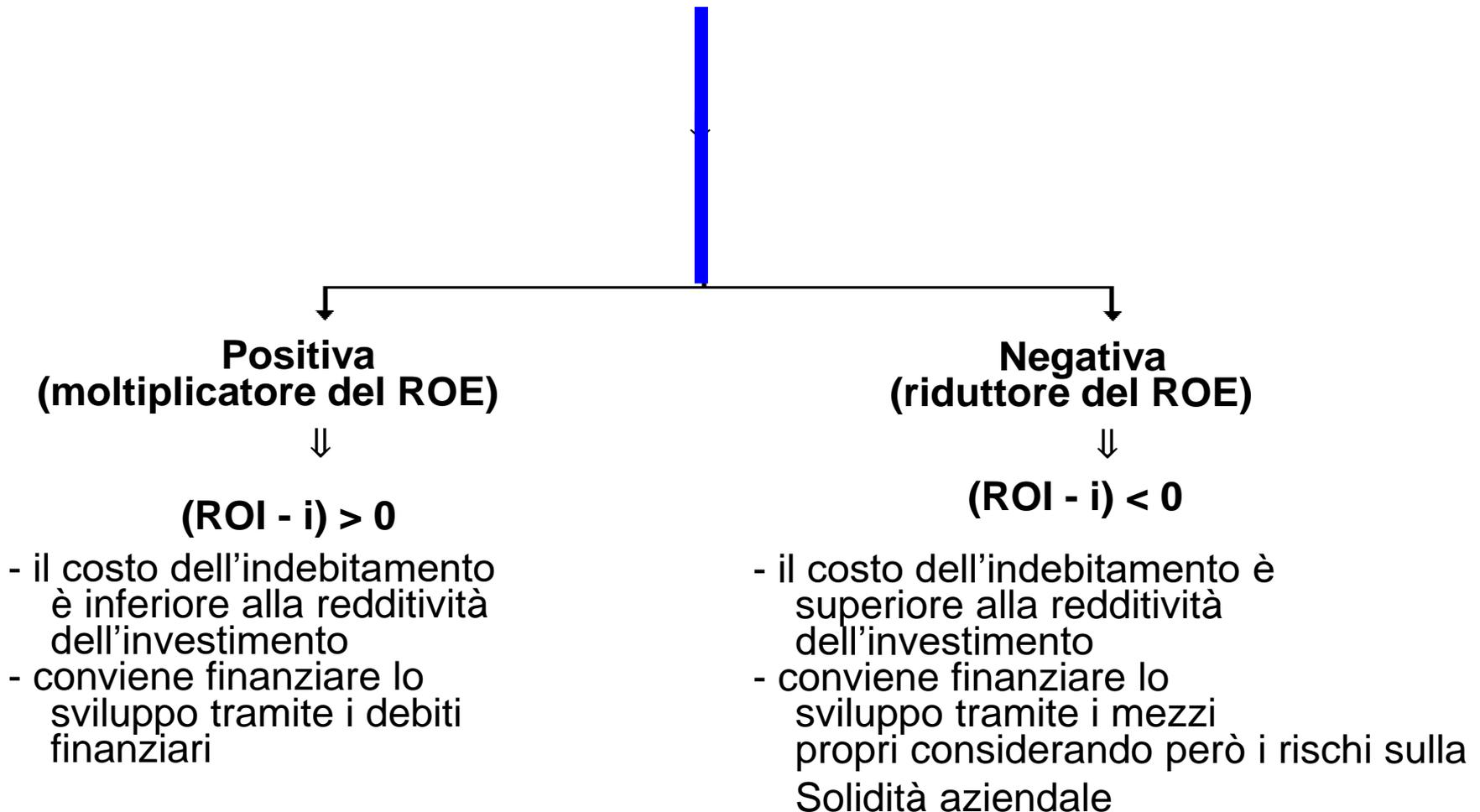
Ci	1.500		Ro	180
Mp	500		Of	150
Df	1.000		Rlordo	30
			Ot	13,5
			Rnetto	16,5
ROI	12,0%		tf	15,0%
ROE I	6,0%		q	2
ROE n	3,3%			
$ROE I = ROI + (ROI - tf) q$				
$ROE n = (ROI + (ROI - tf) q) (1 - a)$				

LA RELAZIONE TRA ROE E ROI

Ci	3.000		Ro	450
Mp	1.200		Of	180
Df	1.800		Rlordo	270
			Ot	121,5
			Rnetto	148,5
ROI	15,0%		tf	10,0%
ROE I	22,5%		q	1,5
ROE n	12,4%		a	0,45

STRUTTURA FINANZIARIA

$(ROI - i)$ ← È il fattore che aziona la **LEVA FINANZIARIA**



STRUTTURA FINANZIARIA

LEVA FINANZIARIA

L'effetto di **leva finanziaria** incide sia sulla **redditività** che sulla **solidità**

La **leva finanziaria positiva**, $(ROI - i) > 0$, produce un **effetto positivo** sulla **redditività** ma può creare **problemi di solidità** se si ricorre in modo eccessivo ai debiti finanziari

L'effetto leva va sfruttato ma

- **senza superare i limiti di soglia della solidità**
- **si deve avere una forte capacità previsionale in quanto il fattore $(ROI - i)$ va riferito al futuro**

STRUTTURA FINANZIARIA

$$\text{INDICATORE DI RISCHIO DELLA STRUTTURA FINANZIARIA} = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Vendite}}$$

- Misura il peso % degli oneri finanziari sul fatturato
- Da analisi empiriche risulta che:

- **fino a 5%** ⇒ **basso** rischio di insolvenza
- **5% - 10%** ⇒ **medio** rischio di insolvenza
- **10% - 15%** ⇒ **elevato** rischio di insolvenza
- **oltre 15%** ⇒ **pericolo** di insolvenza (a causa della struttura finanziaria)

La leva finanziaria

Supponiamo di avere due imprese:

ALFA

- ha un ROI del 15%
- ha investimenti complessivi per 200 milioni di Euro
- non ha debiti od altre passività

BETA

- ha un ROI del 15%
- ha investimenti complessivi per 200 milioni di Euro
- gli investimenti sono coperti per il 50% dai finanziamenti propri e per il restante 50% da un mutuo bancario
- "i" è pari al 8%

Supponiamo di accogliere le seguenti
ipotesi semplificatrici:

Non sono presenti componenti economici di natura straordinaria

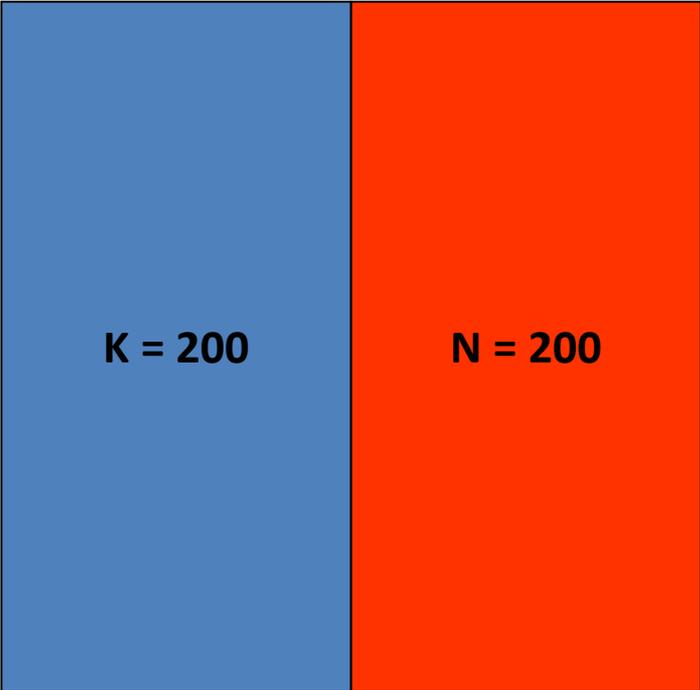
Esiste un'unica imposta sul reddito con aliquota al 50%

L'imposta si calcola sul R lordo, senza che vi siano "variazioni" fiscali

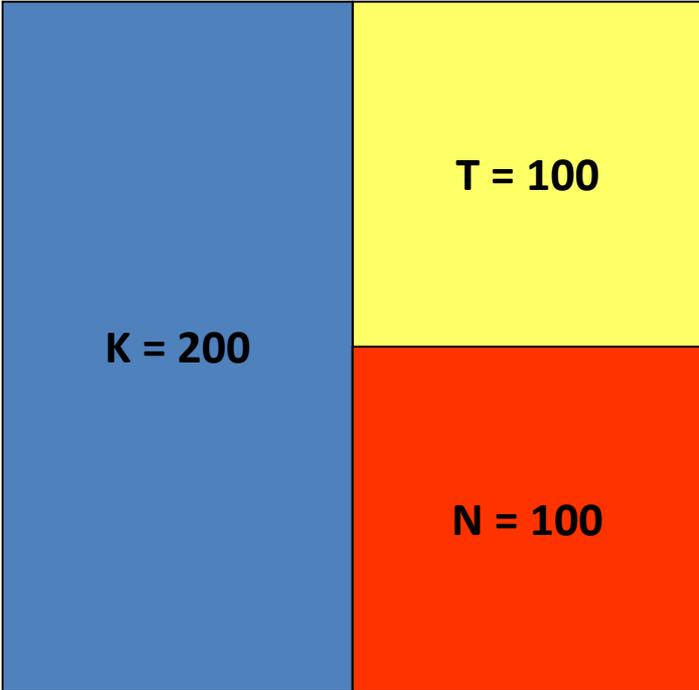
Gli indici di bilancio si calcolano sui valori "puntuali" e non sui valori medi

Stati patrimoniali

ALFA



BETA



Conti economici e indici

	ALFA	BETA
Risultato Operativo	30	30
Oneri Finanziari	0	(8)
Risultato Ante Imposte	30	22
Imposte	(15)	(11)
Risultato Netto	15	11

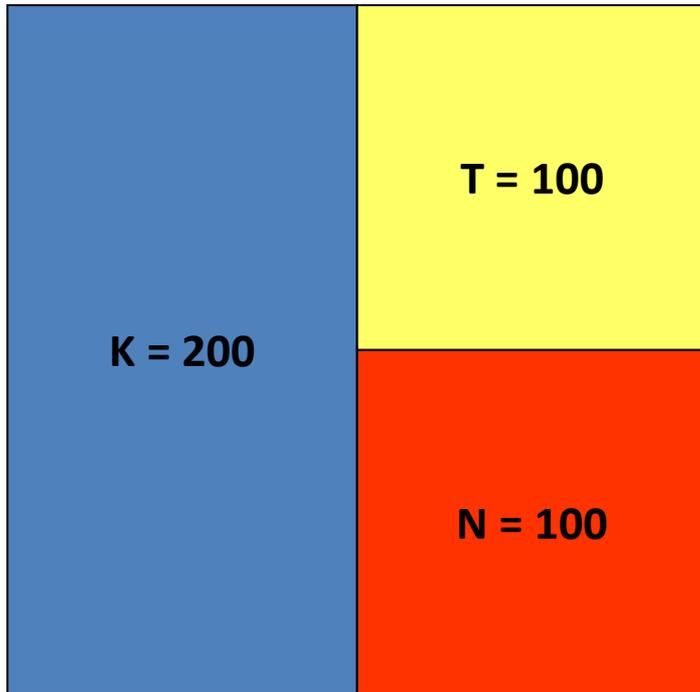
ROI	$30/200 = 15\%$	$30/200 = 15\%$
ROE	$15/200 = 7,5\%$	$11/100 = 11\%$

Supponiamo ora che beta:

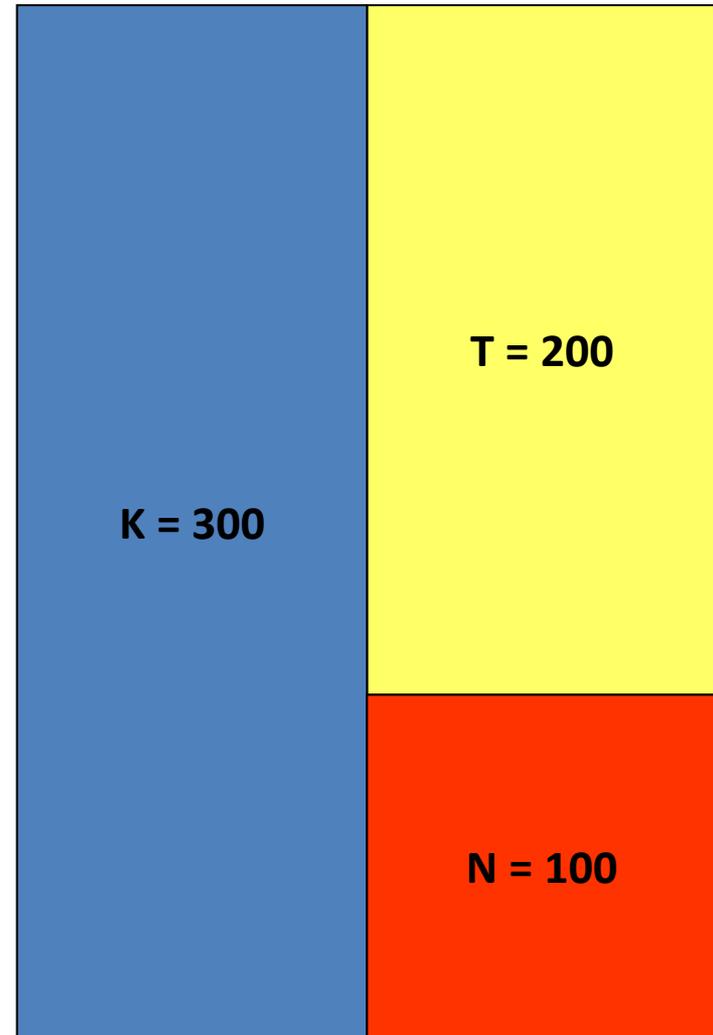
- 1) ottenga un nuovo mutuo da 100 milioni di euro all' 8%
- 2) Effettui nuovi investimenti capaci di lasciare invariato il ROI globale (15%).

Stati patrimoniali

BETA "1"



BETA "2"



Conti economici e indici

	BETA 1	BETA 2
Risultato Operativo Globale	30	45
Oneri Finanziari	(8)	(16)
Risultato Ante Imposte	22	29
Imposte	(11)	(14,5)
Risultato Netto	11	14,5

ROI	$30/200 = 15\%$	$45/300 = 15\%$
ROE	$11/100 = 11\%$	$14,5/100 = 14,5\%$

In sostanza, all'aumentare dell'indebitamento di BETA
aumenta il saggio di redditività netta per i suoi azionisti.

Perché?

Perché per ogni 100 euro acquisiti dalla Banca,
Beta:

- genera un ROG di 15 euro
- sostiene OF solo per 8 euro

Beta quindi "lucra" sul valore differenziale (positivo)
Esistente fra ROI e i , pari al 7,5 %

Quanto è accaduto può essere espresso attraverso la seguente relazione:

$$\text{ROE} = \left\{ \text{ROI} + \left(\text{ROI} - i \right) \times \frac{T}{N} \right\} \times (1 - t)$$

$$\text{ROE} = (0,15 + (0,15 - 0,08) \times 200/100) \times (1 - 0,5)$$

$$\text{ROE} = (0,15 + 0,07 \times 2) \times 0,5$$

$$\text{ROE} = (0,15 + 0,14) \times 0,5$$

$$\text{ROE} = 0,29 \times 0,5 = 14,5 \%$$

*La relazione fra ROE e ROI è stata sino ad adesso analizzata attraverso la **leva additiva***

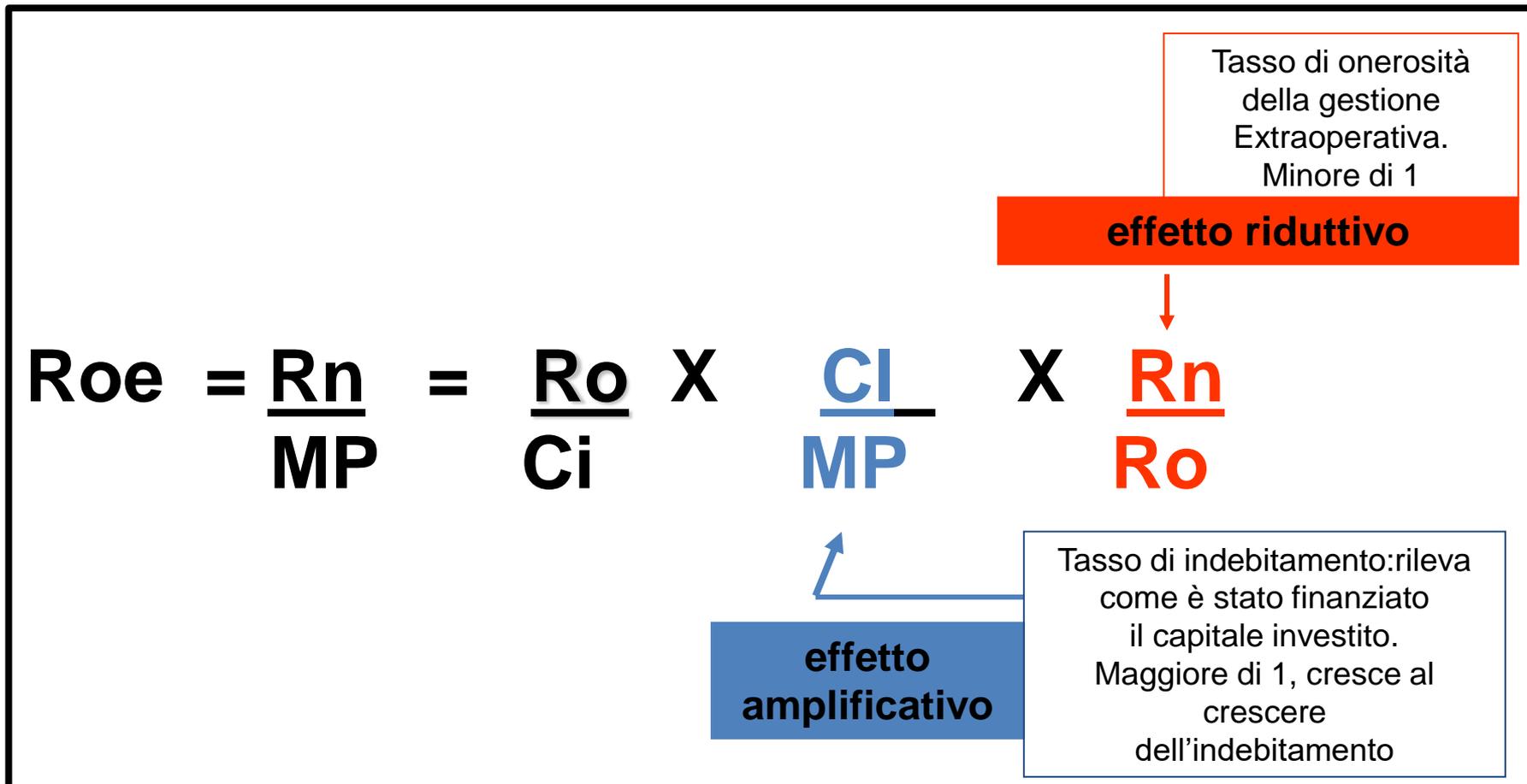
che spiega e misura l'effetto positivo o negativo che la politica finanziaria può imprimere alla redditività del capitale investito.

Leva finanziaria additiva

$$\text{Roe} = \text{Roi} + (\text{Roi} - \text{tf}) \times q$$

$$\text{Roen} = \text{Roi} + (\text{Roi} - \text{tf}) \times q \quad (1-a)$$

La relazione fra ROE e ROI può essere analizzata anche attraverso la **leva moltiplicativa**



Scomposizione del ROE: leva moltiplicativa

A parità di ROE due aziende possono avere una performance economica del tutto differente in relazione al diverso valore assunto da:

- redditività del capitale investito,
- rapporto di indebitamento
- tasso di onerosità della gestione extraoperativa

$$(Roe)12,60\% = (Roi) 11,56\% \times (Cin/Mp)1,64 \times (Rn/Ro) 84,80\%$$

Scomposizione del ROE: leva moltiplicativa

Tuttavia questa scomposizione presenta alcuni limiti:

1. nel rapporto RN/RO non è consentito effettuare alcuna distinzione tra gestione finanziaria, straordinaria e fiscale
2. c'è un rapporto di reciproca influenza tra CI/CN e RN/RO, per via dell'incidenza degli Oneri Finanziari, per cui non è possibile analizzare isolatamente l'effetto delle scelte finanziarie
3. La formula, non evidenziando la differenza tra redditività degli impieghi e costo delle risorse finanziarie, non specifica se l'impatto della leva finanziaria sulla redditività complessiva sia **POSITIVO** o **NEGATIVO**

Anche se la leva finanziaria può avere degli effetti positivi sulla redditività del capitale proprio, la scelta del livello di indebitamento, ancorché conveniente, espone l'impresa al cosiddetto **rischio finanziario**, cioè all'eventualità di non riuscire a rimborsare il danaro preso a prestito e a remunerare i relativi costi.

Questa circostanza può essere stimata attraverso il

GRADO DI LEVA FINANZIARIA

$$\text{GLF} = \text{RO/RN}$$

Per valori via via maggiori di 1 tale indice rileva la presenza di reddito netto dipendente dagli oneri finanziari

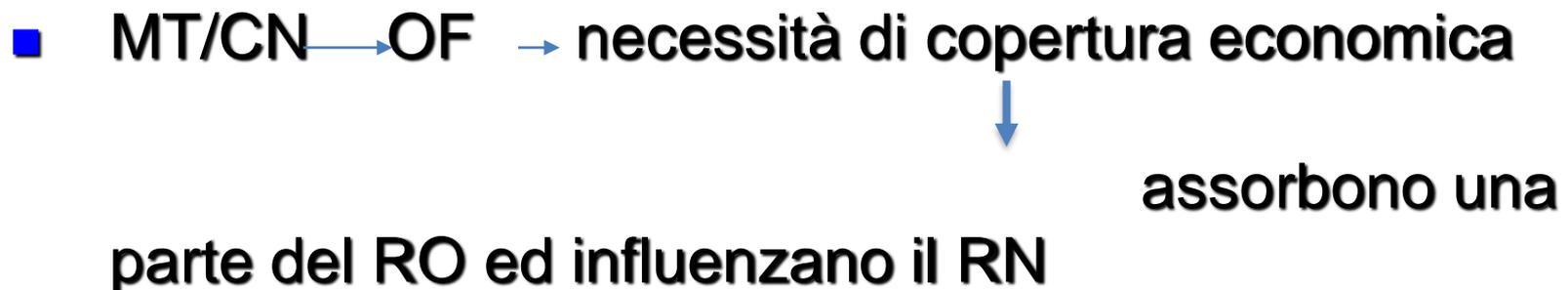
Rischio finanziario

- **Il rischio finanziario è il rischio che un'impresa sopporta a causa dell'esistenza dei debiti e misura la reazione del reddito netto al variare del reddito operativo**
- Il rischio finanziario è strettamente dipendente dal leverage (MT/CN).
- Dal leverage dipende l'ammontare degli oneri finanziari

Rischio finanziario

- Gli oneri finanziari determinano un elemento di rigidità all'interno del conto economico poiché devono essere pagati e trovare una copertura economica a prescindere dal volume di attività realizzato.
- In definitiva assorbono una parte del reddito operativo ed influenzano la determinazione del reddito netto.

Schematicamente:



Infatti:

- 1) all'aumentare dell'indebitamento la struttura finanziaria diviene via via meno solida;
- 2) Il ROI e "i" si possono modificare nel tempo in modo del tutto scoordinato;
- 3) una flessione del ROI che scendesse al di sotto di "i" produrrebbe effetti devastanti sul ROE.

La leva finanziaria non dovrebbe quindi essere sfruttata oltre il limite dal quale l'impresa diviene poco solida e troppo rischiosa. La crescita dell'indebitamento è tanto meno sostenibile quanto più :

- Le condizioni competitive generano un alto rischio operativo (aleatorietà ROI);
- I tassi di interesse sono già elevati;
- L'indebitamento è già elevato.

Per questi motivi le imprese dei settori più rischiosi (ad esempio alta tecnologia) dovrebbero essere finanziate prevalentemente con capitale proprio, mentre i settori con minore rischio operativo (ad esempio immobiliare) possono raggiungere maggiori livelli di indebitamento.

Rischio finanziario

- Un GLF elevato comporta un'elevata reattività del RN al variare del risultato della gestione operativa e un elevato livello di rischio.
- Tutto ciò deriva dagli OF: maggiore è il loro ammontare e maggiore è il rischio finanziario rappresentato dalla possibilità che, in seguito a riduzioni del RO, quest'ultimo non sia sufficiente per coprire gli OF stessi.

Esempio:

$$RO=7.800 \quad OF=975 \quad RN=6.825 \quad GLF=7.800/(7.800-975)=1,14$$

$$OF/RO=12,5\%$$

più rischiosa

$$RO=7.800 \quad OF=500 \quad RN=7.300 \quad GLF=7.800/(7.800-500)=1,07$$

$$OF/RO=6,4\%$$

meno rischiosa

Rischio finanziario e rischio operativo

Analizzando le determinanti del ROE, all'interno del sistema di coordinamento degli indici di bilancio, si è evidenziato come la redditività dei mezzi propri sia legata tanto al **RISULTATO OPERATIVO** quanto al **RISULTATO FINANZIARIO**

AL VARIARE DI UNO DEI DUE PARAMETRI VARIA ANCHE LA REDDITIVITA' AZIENDALE

IL RISCHIO COMPLESSIVO

dell'impresa può quindi essere scomposto in:

- **RISCHIO OPERATIVO**
- **RISCHIO FINANZIARIO**

Come si è già visto a proposito della gestione operativa, il **rischio operativo** di un'impresa dipende dalla sensibilità del suo risultato operativo rispetto al variare dei volumi di vendita

- E' strettamente collegato alla struttura dei costi
- La composizione della struttura dei costi, in fissi e variabili, a sua volta dipende dal relativo ciclo di acquisto trasformazione e vendita
- La combinazione fra costi variabili e costi fissi si configura un diverso **profilo di rischio nelle condizioni operative** dell'azienda nel senso che diverso può risultare l'impatto sul reddito operativo causato da una variazione delle vendite

Rischio complessivo

Grado di Leva Combinato

Dall'analisi effettuata su GLF e GLO si può sintetizzare che:

1. Un'impresa che finanzia la propria attività ricorrendo al mercato finanziario (effetto leva finanziaria) ottiene benefici sul piano REDDITUALE se è capace di impiegare le risorse prese a prestito ad un tasso di rendimento maggiore del relativo costo ($ROI > I$)
2. Un'impresa che abbia una struttura fondata in prevalenza su CF (effetto leva operativa) può avvantaggiarsi degli effetti delle economie di assorbimento dei costi fissi

QUESTE 2 SITUAZIONI NON SONO ESENTI DA RISCHIO IN QUANTO DETERMINANO UNA > RIGIDITA' NELLA GESTIONE D'IMPRESA

Rischio complessivo

Grado di Leva Combinato

E' quindi possibile analizzare l'effetto congiunto del GLF e del GLO

- $GLC = GLF \times GLO = RO/RN \times MC/RO = MC / RN$
- Per cui se un'impresa sfrutta gli effetti generati da entrambi i fattori di leva (LEVA COMBINATA), la variabilità del ROE al variare del fatturato sarà molto elevata

RISCHIO COMPLESSIVO

