

Come prendere le decisioni di finanziamento dell'impresa. Il caso Meccanica Italiana S.p.a.

di Giuseppe Marzo (*) e Elena Scarpino (**)

Le scelte di finanziamento sono fondamentali per consentire uno sviluppo aziendale equilibrato e non eccessivamente gravato da rischi. I modelli proposti dalla moderna teoria finanziaria non sono sempre in grado di cogliere tutte le possibili sfaccettature di quelle scelte e determinano perciò un processo decisionale troppo semplicistico. L'articolo propone un approccio che integra vari aspetti e conduce ad identificare la fonte più opportuna per la copertura del fabbisogno finanziario e la composizione ottimale delle diverse fonti. Il tema è di particolare interesse per le PMI che sovente sono finanziate da un livello eccessivo di indebitamento.

Introduzione

La composizione ottimale delle fonti di finanziamento è una delle condizioni essenziali per uno sviluppo aziendale equilibrato, ed è al contempo uno dei temi più complessi da affrontare. A fronte di tale complessità, però, capita molto spesso di imbattersi in approcci eccessivamente semplicistici incapaci di cogliere alcune componenti fondamentali che dovrebbero essere considerate nella definizione delle politiche di finanziamento dell'impresa. Tra questi, ad esempio, i modelli sviluppati dalla moderna teoria della finanza che pretendono di individuare la struttura finanziaria ottimale sulla scorta del CAPM e delle famose proposizioni che Modigliani e Miller (1) elaborarono, con una notevole eleganza matematica, ma sulla scorta di ipotesi del tutto irrealistiche (2).

L'approccio proposto in questo lavoro si caratterizza per due aspetti. Innanzitutto riconosce quale obiettivo fondamentale dell'impresa la sua continuità, e proprio su tale obiettivo plasma le politiche di finanziamento aziendali. Inoltre, integra l'analisi e la valutazione di sette aree fondamentali per selezionare le modalità di finanziamento dell'impresa.

Queste due caratteristiche lo differenziano notevolmente dalle proposte della moderna teoria finanziaria. Per questa, obiettivo del-

l'impresa è la massimizzazione del valore degli azionisti, mentre la continuità dell'impresa non è mai considerata (3). Inoltre, la moderna teoria finanziaria suggerisce di impostare le politiche di finanziamento fondandosi sulla relazione rischio-rendimento atteso, come esplicitata dal CAPM, ed evidenzia il beneficio fiscale del debito da controbilanciare con i costi del fallimento (4).

Note:

(*) Partner di Edeos e Professore di Economia Aziendale e di Strategia e Auditing Aziendale presso l'Università di Ferrara

(**) Partner di Edeos

(1) Modigliani, F. e Miller M., «The cost of capital, corporate finance and the theory of investment», *American Economic Review*, Vol. 48, 1958, pp. 261-297; Modigliani, F. e Miller M., «Corporate income, taxes and the cost of capital», *American Economic Review*, Vol. 53, 1963, pp. 433-443.

(2) Marzo G., *Economics and finance of the firm as an entity*, in Biondi Y., Canziani A. e Kirat T. (a cura di), *The firm as an entity: implications for economics, accounting and law*, Routledge, New York and London, 2007, pp. 317-347; Marzo G., *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, Franco Angeli, 2012.

(3) Marzo G., *Economics and finance of the firm as an entity*, in Biondi Y., Canziani A. e Kirat T. (a cura di), *The firm as an entity: implications for economics, accounting and law*, Routledge, New York and London, 2007, pp. 317-347; Marzo G., *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, Franco Angeli, 2012.

(4) Marzo G., *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, Franco Angeli, 2012.

Un ultimo aspetto è da chiarire. Nell'ambito della moderna teoria finanziaria la soluzione al problema delle scelte di finanziamento (della *capital structure*, come si usa dire) conduce a determinare un rapporto ottimale tra i valori attuali (o di mercato) di debito ed *equity*. In pratica il problema, più che finanziare fabbisogni, è come «distribuire» il valore dell'impresa tra i diversi finanziatori aziendali. Le decisioni di finanziamento della moderna teoria finanziaria sono perciò più simili a decisioni di *governance* che a decisioni di finanziamento (5). L'approccio che qui si propone è invece chiaramente focalizzato sul ritenere le decisioni di finanziamento connesse alla necessità di finanziare i costi di acquisto dei vari fattori produttivi sostenuti dall'impresa; mentre le decisioni di *governance* sono trattate in modo specifico, evitando la confusione che si genera nell'altro caso.

L'approccio è una rielaborazione di un modello inizialmente formulato verso la fine degli anni 60, noto come FRICTO Analysis (6). FRICTO è l'acronimo che deriva dalle iniziali delle sei aree di analisi su cui si sviluppa l'approccio: *Flexibility, Risk, Income, Control, Timing, Others*. La versione proposta in questo lavoro considera anche l'equilibrio tra durata del fabbisogno da finanziare e durata della fonte di finanziamento. Dopo una presentazione teorica del modello, un caso di studio illustrerà le modalità con cui esso può impiegarsi per la definizione della composizione ottimale delle fonti di finanziamento aziendale.

L'approccio proposto

L'approccio presentato in questo lavoro rielabora ed estende la FRICTO Analysis per considerare anche l'equilibrio tra la durata del fabbisogno e quella delle fonti di finanziamento.

La FRICTO Analysis fonda le scelte in tema di composizione delle fonti di finanziamento sulla considerazione delle aree di seguito presentate.

Flexibility

Si riferisce alla flessibilità finanziaria dell'impresa, ovvero all'influsso che la scelta di finanziamento attuale eserciterà sulla capa-

bilità dell'impresa di accedere a nuovi finanziamenti nel futuro. Ad esempio, come influirà l'acquisizione di un nuovo debito sulla capacità di debito futura dell'impresa?

L'importanza di tale aspetto dipende da vari fattori. Un'impresa in forte crescita potrà manifestare nel futuro maggiori necessità di finanziamento rispetto ad una in relativa stabilità a motivo dei maggior investimenti che dovrà sostenere. Chiaramente anche le prevedibili (e non) evoluzioni dei mercati finanziari giocano un ruolo rilevante: in presenza di condizioni di crisi o di *credit crunch* il valore della flessibilità è chiaramente maggiore.

Risk

Il concetto di rischio può avere varie interpretazioni: dal rischio del fallimento dell'impresa sino alla variabilità dei suoi risultati. Ai fini delle decisioni di finanziamento è opportuno distinguere il rischio industriale (detto anche operativo o di business) dal finanziario. Il rischio industriale deriva dalla rischiosità tipica del settore (o dei settori) dell'impresa e dal modo con cui essa opera. Ad esempio è risaputo che una maggior presenza di costi fissi aumenta la variabilità (e quindi il rischio) dei risultati operativi aziendali in relazione alla variazione della domanda che si rivolge all'impresa. Imprese che devono fronteggiare domande in caduta o volatili saranno perciò più rischiose. Tale rischio è perciò determinato dalle decisioni strategiche e operative dell'impresa.

Il rischio finanziario deriva invece dalle politiche di finanziamento adottate. Tipicamente una struttura di finanziamento più sbilanciata sul debito è più rischiosa di una dove il finanziamento da capitale netto sia prevalente. Tale maggior rischio si presenta sia come variabilità dei risultati sia come rischio default. In merito al primo punto si

Note:

(5) Zingales L., «In search of new foundations», *Journal of Finance*, Vol. 55, 2000, pp. 1623-1653; Marzo G., *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, Franco Angeli, 2012.

(6) Kester, G. W. e S. A. Hoover, «FRICTO Analysis: A Framework for Making Capital Structure Decisions» *Journal of Financial Education*, Summer 2005, pp. 61-68; Sihler, W. W., «Framework for Financial Decisions» *Harvard Business Review*, March-April, 1971, pp. 123-135.

consideri il noto effetto della leva finanziaria, che vede una maggiore variabilità del ROE al variare del rapporto di indebitamento in relazione alla differenza tra ROI e costo del debito finanziario.

In merito al rischio default è fondamentale la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa adeguati al livello del debito contratto. Con la premessa fondamentale di subordinare le politiche di finanziamento alla continuità dell'impresa, occorrerebbe definire innanzitutto il rischio di business dell'impresa e, a seconda del suo livello, individuare una struttura dei finanziamenti con un grado di rischio (finanziario) sostenibile. Ad esempio un'impresa che presenti un grado di rischio business elevato (o per la specificità del settore di operatività e/o per la struttura dei costi prescelta) dovrà ricorrere ad una struttura finanziaria meno sbilanciata sull'indebitamento per evitare che al grado di rischio operativo, già elevato, si aggiunga una dose di rischio finanziario tale da rendere insostenibile la continuità aziendale. Nella stessa ottica, una start-up, che tipicamente affronta un'incertezza maggiore di quanto debba fare un'impresa nella fase di maturità, dovrà evitare di ricorrere all'indebitamento per il finanziamento del suo fabbisogno. Imprese in fase di maturità, che hanno già avuto l'opportunità di rispondere ad alcune domande rilevanti relative al business (quali ad esempio: il rischio tecnico relativo alla realizzazione del prodotto, il grado di accettazione del mercato, la quota di mercato raggiungibile, la dimensione del mercato nella fase di maturità) (7) e che sono in grado di produrre redditi e flussi di cassa sufficientemente stabili, possono ricorrere al debito in misura maggiore di imprese in fase di sviluppo, per le quali il fabbisogno finanziario, rilevante a motivo della crescita, si associa ad una maggior incertezza.

Income

In questa area rientrano i risultati prodotti dall'impresa. Nel modello originario della FRICTO Analysis si considera prevalentemente l'impatto che le diverse forme di finanziamento hanno sui risultati economici dell'impresa, espressi sia dall'utile per azione sia dal ROE.

In termini più ampi, la capacità dell'impresa

di produrre risultati economico-finanziari sufficienti e stabili può essere esplorata con maggior profondità realizzando una specifica integrazione con l'analisi del rischio. Infatti risultati economico-finanziari migliori potranno consentire all'impresa di sopportare livelli maggiori di rischio finanziario.

Tipicamente l'analisi di questo profilo può farsi valutando i risultati dell'impresa con riferimento a quelli dei concorrenti diretti. L'impiego di indicatori ricavati dall'elaborazione dei bilanci aziendali è un ottimo supporto per condurre l'analisi (8).

Control

Il tema del controllo riguarda sostanzialmente il modo con cui le diverse forme di finanziamento influiscono sul controllo dell'azienda. Si tratta a ben vedere di problematiche relative alla *governance* aziendale e che nel nostro Paese hanno da sempre influito notevolmente sulla scelta delle forme di finanziamento. Si consideri, ad esempio, che il finanziamento tramite nuovo capitale sociale potrebbe richiedere di aprire la compagine societaria ad altri soggetti, qualora gli attuali soci non abbiano disponibilità sufficienti alla copertura del fabbisogno necessario.

Il tema si presenta in modo problematico per la PMI. Le compagini societarie della PMI sono tipicamente familiari e chiuse. Sovente il ricorso al debito come forma privilegiata di finanziamento è determinato più dalla sua apparente neutralità rispetto al controllo dell'impresa che non da altre considerazioni. Neutralità solo apparente, tuttavia, per il fatto che l'assunzione di debito può comportare a vantaggio della banca una forma di controllo indiretto della gestione, quando vengano richieste garanzie reali o, come è normale, quando *covenants* molto rigidi di fatto impediscano il pieno esercizio del potere gestionale dei soci.

Timing

Il timing fa riferimento al fatto che molto

Note:

(7) Bender R. e Ward K., *Corporate Financial Strategy*, Elsevier, 2002.

(8) Marzo G. e Scarpino E., «Analisi di bilancio è ancora utile?», *ANDAF MAGAZINE*, n. 1, 2014, pp. 32-37.

spesso una decisione idealmente corretta può essere tale solo se è presa al «momento giusto». Ad esempio se l'analisi suggerisse di finanziare il fabbisogno tramite nuovo debito, le condizioni dei mercati creditizi potrebbero essere tali da renderla di fatto impraticabile. La situazione di questi anni di fatto evidenzia la difficoltà di accesso al credito come fenomeno generalizzato per le imprese (e specie le PMI per la minor offerta da parte delle banche).

Others

Questa è una categoria residuale che raccoglie tutte le altre condizioni in grado di influire sulla scelta, ma di minor importanza rispetto a quelle prima analizzate. Rientra in tale area anche la convenienza fiscale relativa del debito rispetto al capitale netto. È infatti noto che la deducibilità degli interessi passivi, sia pure entro limiti ben definiti dalla normativa fiscale, rende il costo reale del debito minore di quello nominale. Ad esempio, considerando un'aliquota di imposta del 30% e un costo nominale del debito pari al 7%, il risparmio fiscale (pari al 30% del 7%) renderà il costo reale del debito pari a 4,9% (9).

La congruità tra durata del fabbisogno e durata del finanziamento

Alle sei aree appena esplorate, l'approccio seguito nel caso aziendale aggiunge la considerazione dell'equilibrio tra la struttura morfologica del fabbisogno e quella delle coperture finanziarie, espresso per semplicità nei termini delle loro durate.

Il tema non è del tutto nuovo, ma profili di novità presenta non solo il fatto di considerarlo unitamente alle analisi prima viste, ma anche di definire la durata del fabbisogno in termini parzialmente diversi da quanto pare invalso nella pratica (10).

Si consideri che sovente il fabbisogno dell'impresa viene identificato, in termini di durate, come a breve o a medio - lungo termine a seconda che gli elementi dell'attivo dell'impresa scadano entro o oltre un anno. In tal modo i crediti commerciali, ad esempio, vengono identificati come elementi da finanziare con il ricorso a breve termine. Tale orienta-

mento è tanto diffuso che anche la tradizionale analisi di bilancio calcola il margine di struttura come indicatore capace di esprimere la congruenza delle scadenze tra immobilizzazioni e capitale permanente (Debiti a medio - lungo e capitale netto), e assegna a tale indicatore un valore preferibile maggiore di 1 ad indicare che l'equilibrio dell'impresa si realizza quando le immobilizzazioni vengono finanziate da tale capitale permanente. Invece, a ben vedere, il fabbisogno durevole è determinato, non già dall'investimento in impianti e macchinari, ma invece dai crediti commerciali e dal magazzino, che si rinnovano continuamente per l'impresa in funzionamento: nuovi crediti commerciali si sostituiscono a quelli che scadono e nuove unità di materie o di prodotti finiti sostituiscono in magazzino quelli venduti. Tale fabbisogno è dunque di tipo durevole e perciò richiede di essere finanziato da coperture che abbiano la stessa durata: innanzitutto i debiti di fornitura, che tipicamente seguono nel loro evolversi i crediti commerciali e il magazzino; inoltre il capitale netto, la cui durata è indefinita e perciò coordinata con quella del circolante.

Su questa scia il fabbisogno dell'impresa si distingue in almeno tre aree (Tavola 1): quella del fabbisogno durevole, già definita; quello del fabbisogno durevole e variabile, relativo al finanziamento del costo degli impianti e dei macchinari (e delle altre immobilizzazioni); infine il fabbisogno di durata breve e di carattere contingente e fluttuante, relativo ad esempio, ad aumenti del circolante straordinari e non ripetibili.

Le modalità di finanziamento della prima classe di fabbisogno è già stata individuata nel debito di fornitura e nei mezzi propri. Il tipo di finanziamento coerente con la seconda area è quello tipico del debito a medio - lungo termine: ad esempio il finanziamento del costo di un impianto potrebbe utilmente farsi con un debito di durata corrispondente

Note:

(9) Si noti che il ruolo del beneficio fiscale del debito, considerato centrale nell'ambito della moderna teoria finanziaria, è invece in questo caso un elemento marginale.

(10) Si veda Ferrero G e Dezzani F., *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1979 per i possibili approcci di riclassificazione del bilancio in relazione alle durate.

a quella dell'impianto, perciò idealmente immaginando che le quote di ammortamento del costo dell'impianto corrispondano alle rate di ammortamento del debito acquisito per il suo finanziamento.

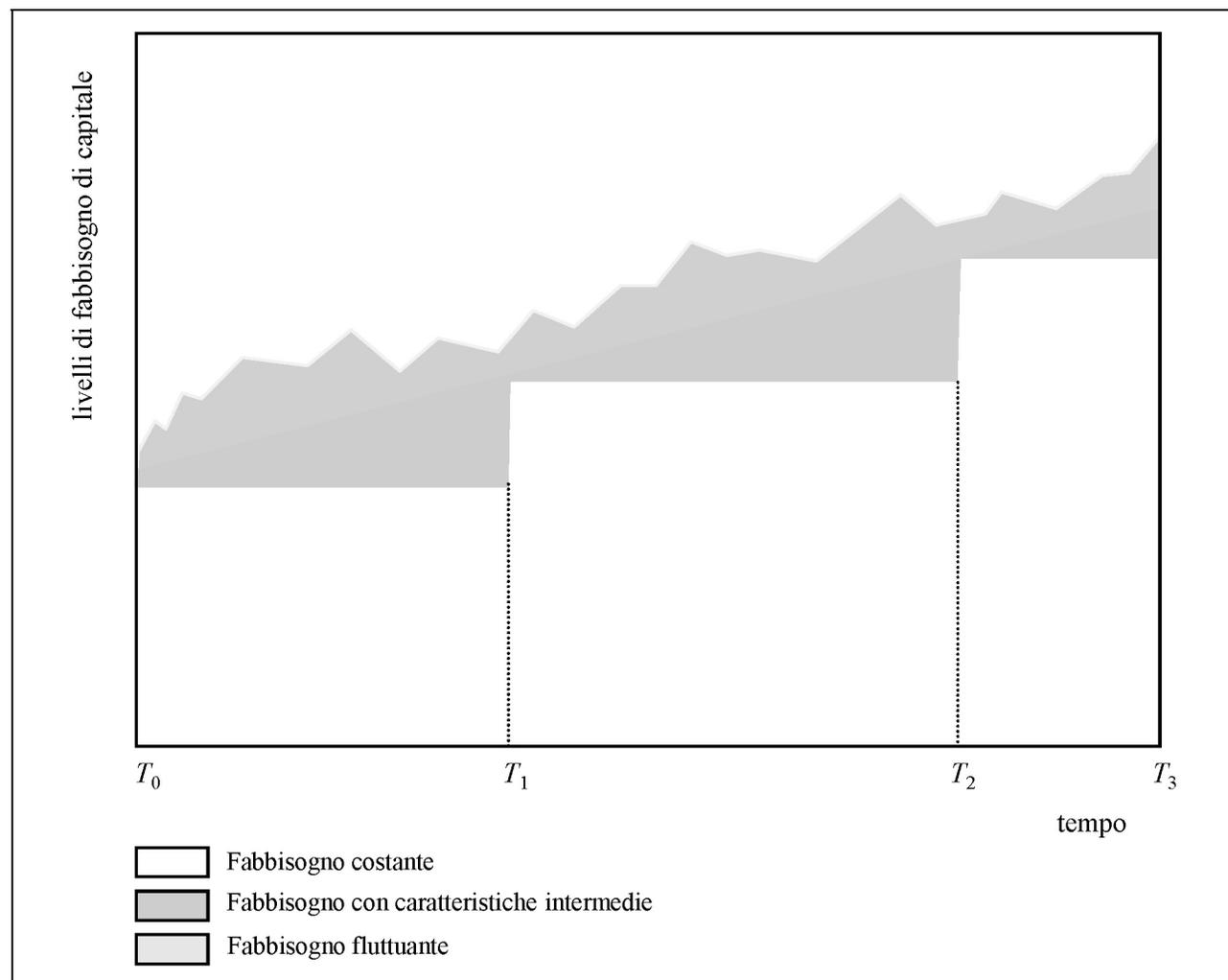
L'ultima area del fabbisogno, di carattere fluttuante e contingente, può invece finanziarsi con fonti di breve durata.

Le condizioni di congruità appena presentate tra le durate del fabbisogno e delle fonti di finanziamento non sono da intendersi nel senso che sia necessario istituire una relazione diretta tra una specifica fonte di finanziamento e un certo fabbisogno, ma che invece tale congruità debba aversi in termini di congruenza complessiva. Per esempio, l'approccio prospettato non implica il divieto di impiegare le fatture a garanzia di anticipazione

di prestiti a breve o di autoliquidante. Solo implica che all'ammontare del Circolante Netto (Crediti Commerciali + Magazzino - Debiti Commerciali) debba corrispondere un ammontare almeno equivalente di mezzi propri. E così è possibile definire la dotazione minima di mezzi propri per un'impresa nella misura del suo CCN.

Chiaramente l'approccio suggerito si fonda sulla traduzione dei concetti connessi alle sette aree individuate mediante indici e indicatori utili all'esplicitazione operativa di ogni concetto. Tali indicatori devono ricavarsi dai piani finanziari predisposti dall'impresa e dall'analisi del passato aziendale più recente. Il caso aziendale che di seguito si presenta fornisce spunti circa le modalità di implementazione dell'approccio.

Tavola 1 - I diversi tipi di fabbisogno finanziario



Un caso aziendale

Meccanica Italiana è un'impresa a proprietà familiare con sede in Piemonte (11). Gestita attualmente dai tre figli del fondatore. Con l'avvio della crisi economica, l'azienda ha subito notevoli pressioni sui prezzi di vendita, che l'hanno obbligata a rivedere profondamente i suoi processi produttivi. Tuttavia i risultati conseguiti nel periodo 2009-2011 non sono particolarmente positivi, specie se confrontati con i dati medi del settore. Le Tavole 2 e 3 riportano i bilanci riclassificati e gli indicatori di Meccanica Italiana comparati con quelli medi dei concorrenti diretti. Per questi ultimi si riportano anche i valori minimo e massimo di ogni indicatore.

Preso coscienza delle difficoltà in cui versa, Meccanica Italiana ha intenzione di riorganizzare le sue attività, e a tal fine necessita di un investimento di € 1,6 milioni. Dopo aver verificato la coerenza strategica del progetto e la sua convenienza in termini di profittabilità, l'azienda intende finanziare il progetto ricorrendo a nuovi prestiti bancari.

L'applicazione del modello di analisi sopra esposto consente di verificare l'opportunità di tale politica.

Flexibility

L'impresa presenta livelli di indebitamento

notevolmente più elevati rispetto alla media del settore. Già questa riflessione suggerisce che il ricorso a ulteriori fonti di finanziamento potrebbe limitare la possibilità di ricorrere a nuovi debiti per il finanziamento di esigenze ulteriori. Chiaramente l'importanza della flessibilità è connessa alle aspettative di sviluppo. L'ulteriore analisi svolta in merito alle future aspettative di crescita, che qui non si riporta per esigenze di riservatezza, permette di considerare neutra l'ipotesi del ricorso all'indebitamento. Tuttavia l'elevato rapporto di indebitamento consiglia di non ricorrere al debito.

Risk

Il rischio può essere analizzato in vari modi, come detto in precedenza. Intanto si osservi che l'impresa ha uno spread di leva finanziaria negativo nel 2010 e anche peggiore nel 2011. Ciò significa che il ricorso a nuovo indebitamento potrebbe ulteriormente deprimere il ROE aziendale anche a motivo del probabile maggior costo che le banche prati-

Nota:

(11) Per esigenze di riservatezza, alcune notizie relative all'impresa, alla sua compagine sociale e ai dati di bilancio sono stati modificati, preservandone però la coerenza con quelli originali.

Tavola 2 - I bilanci di Meccanica Italiana

Conto Economico	2009	2010	2011
Ricavi di vendita netti	22.768.560	23.610.997	24.319.327
- Consumi di materie	(12.021.800)	(12.679.105)	(12.937.882)
- Altri costi variabili	(4.462.638)	(4.533.311)	(4.790.907)
Margine di Contribuzione	6.284.123	6.398.580	6.590.538
- Salari e stipendi	(4.065.385)	(4.268.655)	(4.490.625)
- Costi per godimento beni di terzi	(871.545)	(884.619)	(897.888)
- Oneri diversi di gestione	(55.751)	(58.990)	(57.345)
Margine Operativo Lordo	1.291.441	1.186.317	1.144.680
- Ammortamenti	(683.122)	(685.122)	(687.122)
- Accantonamenti IFR	(223.015)	(134.463)	(134.719)
- Accantonamenti FSC	0	0	0
- Accantonamenti altri fondi caratteristici	(5.000)	(5.700)	(12.000)
Reddito Operativo	380.304	361.032	310.839
Oneri finanziari netti	(363.850)	(452.617)	(500.496)
proventi/oneri straordinari	13.257	25.150	26.296
Reddito ante imposte	29.711	(66.436)	(163.361)
imposte	(10.993)	(23.450)	(25.600)
Reddito Netto	18.718	(89.886)	(188.961)

Stato Patrimoniale	2009	2010	2011
Crediti vs clienti	8.708.658	8.474.084	8.794.935
Rimanenze finali di magazzino	5.551.786	5.886.577	6.263.059
- Debiti vs fornitori	(5.501.103)	(5.735.985)	(5.664.551)
- Altri debiti caratteristici	(570.896)	(570.896)	(399.627)
Capitale Circolante Netto Operativo	8.188.445	8.053.779	8.993.816
Immobilizzazioni materiali nette	7.487.276	6.948.120	6.342.372
Immobilizzazioni immateriali nette	758.426	686.145	624.744
Immobilizzazioni finanziarie nette	501.741	549.800	549.800
- IFR	(679.561)	(814.023)	(948.742)
- Altri fondi caratteristici	(533)	(5.167)	(6.833)
Capitale Investito Netto Immobilizzato	8.067.349	7.364.875	6.561.340
- Debiti tributari	(3.298)	(7.035)	(7.680)
Capitale Investito Netto Caratteristico	16.252.496	15.411.619	15.547.475
Debiti vs banche a breve	6.603.341	6.328.581	7.017.966
Finanziamenti medio/lungo termine	4.650.000	4.185.000	3.766.500
- Cassa e Banche attive	(12.345)	(12.345)	(12.345)
Posizione Finanziaria Netta	11.240.996	10.501.236	10.772.121
Capitale sociale	4.500.000	4.500.000	4.500.000
Riserve	492.782	500.269	464.315
Riserve straordinarie	0	0	0
Utile/perdita d'esercizio	18.718	(89.886)	(188.961)
Mezzi Propri	5.011.500	4.910.383	4.775.354
Capitale Acquisito Netto	16.252.496	15.411.619	15.547.475

Rendiconto Finanziario	2009	2010	2011
Flusso potenziale di cassa	1.291.441	1.186.317	1.144.680
Variazione del circolante		134.665	(940.036)
Flusso di cassa caratteristico corrente		1.320.982	204.644
Flusso di cassa caratteristico non corrente		(97.661)	(4.010)
Variazione debiti e pagamento oneri finanziari		(1.192.377)	(229.610)
Variazione mezzi propri e dividendi		(11.231)	53.931
Imposte		(19.713)	(24.955)
Variazione cassa		0	0

cherebbero. Le vendite dell'impresa appaiono in lieve crescita e sostanzialmente in linea con la media del settore. Le aspettative dell'impresa sono di riconfermare lo stesso tasso di crescita per gli anni successivi. La maggior parte dei costi (oltre il 70%) sono variabili rispetto alle quantità vendute. Questo impedirà di tradurre i maggiori ricavi attesi in corrispondenti margini operativi, ma protegge l'impresa dalla caduta della domanda. L'analisi del rischio può completarsi ricorrendo ai modelli quali lo Z-score e altri simili. Il modello è fondato sull'analisi statistica ed è stato elaborato da Altman (12). Esso impiega alcuni indicatori tratti dal bilancio dell'impresa, ognuno ponderato con uno specifico coefficiente, per attribuire all'impresa un punteggio che ne identifica la possibile insolvenza.

Il modello è stato oggetto di varie rielaborazioni e adattamenti in relazione al tipo di imprese (ad esempio quotate o non) la loro

origine geografica e la loro dimensione. Lo sviluppo di software di analisi statistica e la disponibilità di database di bilanci aziendali consente attualmente di sviluppare modelli specifici per determinate popolazioni di imprese. Di seguito l'analisi è svolta ricorrendo ad alcuni modelli disponibili in letteratura: Oltre al lavoro di Altman del 1968, si farà riferimento al modello elaborato da Bottani, Cipriani e Serao (13) per le PMI italiane, al modello di Altman per le imprese non quotate (14); e infine l'EM-Score di Altman e

Note:

(12) Altman E.I., «Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *Journal of Finance*, September, 1968, pp. 589-609.

(13) Bottani P. Cipriani L. e Serao F. "Il modello di analisi Z-Score applicato alle PMI", *Amministrazione & Finanza* n. 1, 2004, pp. 50-53

(14) Altman E. I., *Corporate Financial Distress. A Complete Guide to Predicting, Avoiding and Dealing with Bankruptcy*, John Wiley, New York, NY, 1993.

Tavola 3 - Analisi per indici e confronto con i concorrenti

indicatore		2010				2011			
		Meccanica Italiana	MIN	MAX	MEDIO	Meccanica Italiana	MIN	MAX	MEDIO
Redditività	ROE (%)	-1,8%	0,4%	7,4%	4,6%	-3,9%	0,6%	7,8%	3,3%
	ROI (%)	2,3%	5,9%	18,0%	15,5%	2,0%	5,1%	20,1%	14,5%
	ROS (%)	1,5%	2,1%	6,9%	12,5%	1,3%	2,9%	8,9%	13,5%
	Turnover CIN (X)	1,5	0,8	1,6	1,2	1,6	0,8	1,9	1,5
	Consumi di materie (%)	53,7%	n.d.	n.d.	n.d.	53,2%	n.d.	n.d.	n.d.
	Aliquota media imposta (%)	-35,3%	n.d.	n.d.	n.d.	-15,7%	n.d.	n.d.	n.d.
Indipendenza	Rapporto indebitamento (X)	2,2	0,1	0,9	0,5	2,2	0,0	0,7	0,3
	CMD (%)	4,2%	2,7%	6,9%	4,3%	4,7%	0,4%	7,2%	5,5%
	CFOD (%)	12,2%	9,6%	38,7%	27,1%	1,9%	8,6%	36,7%	26,1%
Liquidità	CFOS (%)	5,8%	3,0%	18,7%	12,6%	0,9%	4,5%	14,4%	11,8%
	Durata media crediti commerciali l'vati (gg)	131,0	95,9	158,4	115,8	132,0	75,6	143,5	112,2
	Durata media debiti commerciali l'vati (gg)	115,7	31,7	134,6	94,8	111,0	67,6	102,2	84,9
	Durata media magazzino (gg)	91,0	36,8	53,1	45,0	94,0	49,7	113,3	66,7
Sviluppo	Variazione del fatturato (%)	3,7%	2,3%	12,6%	4,1%	3,0%	-6,2%	8,0%	3,3%
	Variazione del CINc (%)	-5,2%	-0,5%	16,9%	8,4%	0,9%	-5,1%	8,2%	4,0%
	Variazione del CCN (%)	-1,6%	n.d.	n.d.	n.d.	11,7%	n.d.	n.d.	n.d.
Rischio	Interest coverage (X)	0,8	n.d.	n.d.	n.d.	0,6	n.d.	n.d.	n.d.
	Spread di leva finanziaria (%)	-1,9%	-2,6%	4,9%	-2,8%	-2,7%	-1,6%	3,2%	1,9%
	Grado di leva finanziaria (X)	0,4	n.d.	n.d.	n.d.	0,4	n.d.	n.d.	n.d.
	Leva Operativa (X)	17,7	n.d.	n.d.	n.d.	21,2	n.d.	n.d.	n.d.

Nota: indicatori calcolati sulla base dei valori medi di stato patrimoniale

Hotchkiss (15), che associa al punteggio ottenuto una classe di rating.

Sono tutti modelli che varie analisi dimostrano come ancora efficienti per le analisi in oggetto, e per i quali il Patrimonio Netto contabile è stato sostituito al Valore di Mercato delle azioni quando necessario.

La Tavola 4 presenta per i quattro modelli le zone di rischio e i risultati ottenuti da Meccanica Italiana. L'azienda si colloca nell'area di default in tutti i casi, con la sola eccezione del modello di Altman del 1993, per il quale il risultato non è indicativo.

Considerando i risultati dell'analisi svolta con i modelli di *scoring*, il ricorso all'indebitamento non è opportuno.

Income

I risultati reddituali dell'impresa sono modesti rispetto alla media dei concorrenti. ROI e ROS sono molto più bassi della media e addirittura del concorrente che performa peg-

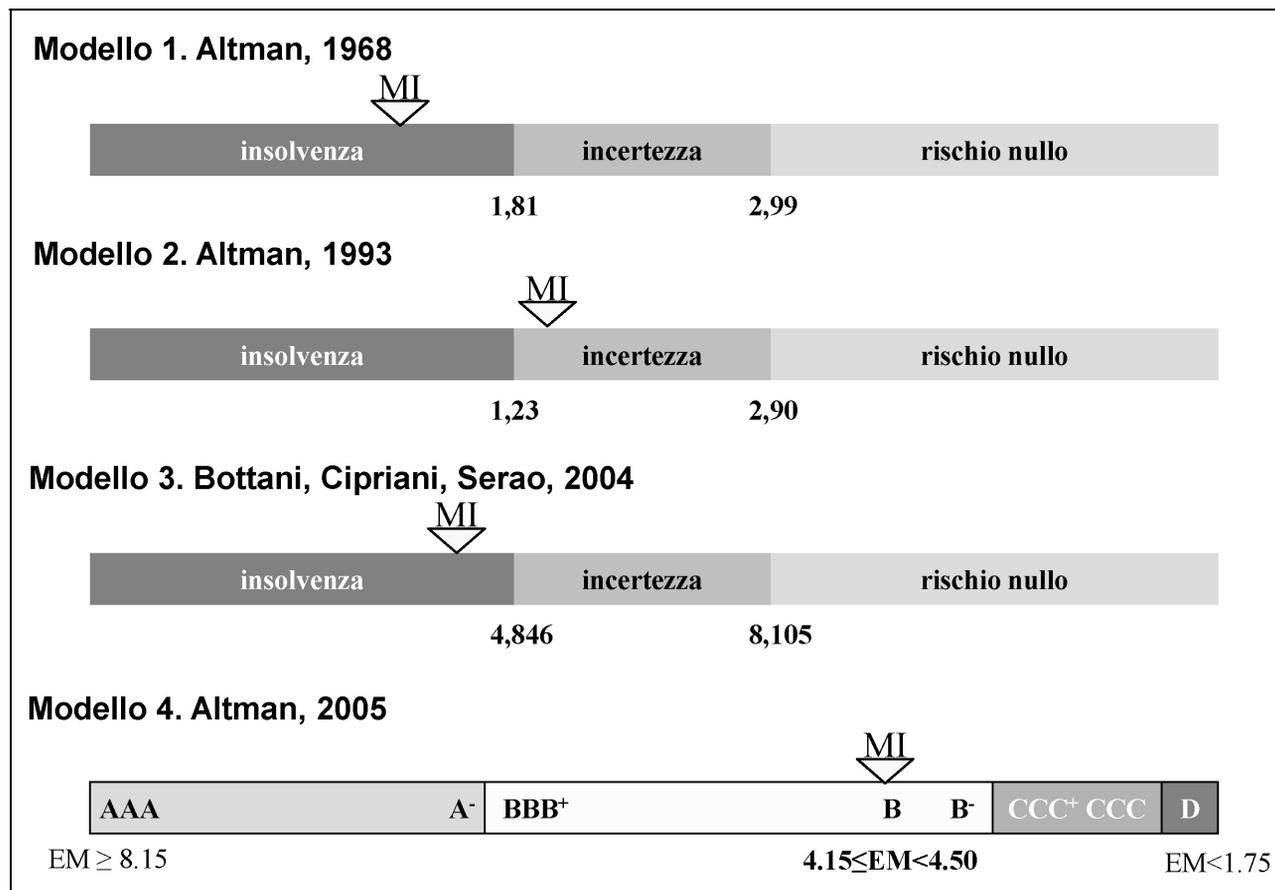
gio. L'analisi dell'indice di rotazione, specie se accomunata all'analisi del ROS, evidenzia un'impresa focalizzata su strategie di volume (rispetto ai concorrenti) più che su strategie di differenziazione. Queste ultime infatti si dovrebbero tradurre in valori del ROS più elevati.

La combinazione di ROS e indice di Turnover produce tuttavia un ROI modesto e inferiore al costo del debito. Anche i flussi di cassa realizzati dall'impresa non sono particolarmente confortanti. L'impresa ha un *Cash Flow on Debt* (CFOD) pari a meno della metà della media dei suoi concorrenti e produce flussi di cassa modesti per ogni € 100 ricavati (*Cash Flow on Sales*, CFOS). Addirittura nel 2011 la generazione dei flussi di cassa della gestione corrente è quasi inesistente.

Nota:

(15) Altman, E. I. e Hotchkiss, E., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. John Wiley & Sons, New York, 2005.

Tavola 4 - La valutazione del rischio con i modelli Z-score



L'analisi consiglia di non ricorrere a ulteriori debiti a motivo degli insufficienti risultati reddituali conseguiti.

Control

L'impresa nel corso del tempo ha sempre preferito il ricorso al debito, probabilmente più per inerzia che per una specifica politica aziendale. L'aumento dell'indebitamento è avvenuto per la disponibilità degli istituti bancari che hanno tuttavia imposto all'impresa alcune condizioni restrittive rispetto alla decisioni gestionali (*covenants*). Un ulteriore ricorso al debito potrebbe acuire tali imposizioni.

Il ricorso a mezzi propri, se in misura eccedente alle disponibilità degli attuali soci, comporterebbe d'altra parte la diluizione del controllo che costoro esercitano attualmente.

In sintesi, l'analisi in termini di controllo è poco indicativa in merito alla scelta di finanziamento.

Timing

A dispetto delle difficoltà finanziarie generalizzate e di quelle di Meccanica Italiana individuate nel corso dell'analisi, alcune istituti bancari locali hanno manifestato la possibilità di supportare l'espansione del debito di Meccanica Italiana.

Other

Uno degli elementi da considerare è il beneficio fiscale del debito. L'impresa produce redditi ante imposte esiziali, e la possibilità che gli interessi possano trovare poca capienza per sfruttare quel beneficio è elevata. Il beneficio fiscale del debito è perciò nullo. Un altro elemento da tenere in considerazione è il timing del progetto di investimento: Quanto presto serve il finanziamento? La disponibilità delle banche orientava Meccanica Italiana ad un ulteriore ricorso al debito per poter avviare quanto prima i lavori relativi al progetto.

Congruenza tra caratteristiche del fabbisogno e dei finanziamenti

A questo punto dell'analisi il ricorso all'indebitamento sembra una strada poco praticabile. Il rapporto di indebitamento elevato e i modesti risultati conseguiti possono difficil-

mente sostenere ulteriore indebitamento. Ma quale potrebbe essere la composizione ottimale delle fonti di finanziamento dell'impresa?

Si consideri che nel 2011 Meccanica Italiana ha un CCN pari a circa € 9 milioni. Lo sviluppo dei piani finanziari per gli anni a venire considera che il CCN non sarà tanto lontano dal valore del 2011. A ciò concorre il processo di riorganizzazione che l'impresa ha avviato e che grazie al nuovo investimento dovrebbe consentire una riduzione dei giorni magazzino in grado di controbilanciare l'effetto che l'incremento del fatturato avrà sul CCN.

Ora si consideri che i mezzi propri dell'impresa ammontano nel 2011 a € 4,5 milioni e che l'incremento previsto nei piani (a *payout* costante al 60%) contribuirà ad assorbire il maggior CCN atteso.

Per la struttura del fabbisogno Meccanica Italiana necessita perciò di almeno € 4,5 milioni di nuovi mezzi propri, per consentire un'ordinata gestione aziendale.

Si noti che se €4,5 milioni di nuovo capitale di pieno rischio fossero apportati al posto del debito, gli indicatori di Meccanica Italiana migliorerebbero notevolmente. La Tavola 5 offre una sintetica simulazione con riferimento al 2011.

Con l'apporto del nuovo capitale di rischio si potrebbero compensare debiti per un pari ammontare. Il rapporto di indebitamento passerebbe così a 1,2 (a valori medi) o 0,7 a valori finali. In ogni caso molto più vicino ai concorrenti di Meccanica Italiana.

È possibile a questo punto ipotizzare che con tale manovra il costo del debito possa ridursi sensibilmente. Imprese del settore con un rapporto di indebitamento pari a quello che Meccanica Italiana avrebbe dopo l'immissione di nuovo capitale di rischio hanno un costo dell'indebitamento finanziario pari al 3%. Si può a questo punto operare per individuare il reddito netto dopo l'immissione di nuovo capitale di rischio (facendo riferimento alle condizioni manifestatesi nel 2011). Esso ammonta a circa € 36.000. Si tratta a tutta evidenza di un risultato modesto, che determina un ROE pari al livello minimo del settore. In ogni caso con un recupero notevole rispetto al -3,9% effettivo.

L'applicazione dei modelli di scoring al piano riformulato con le nuove ipotesi di finan-

ziamento evidenzia la riduzione del rischio di Meccanica Italiana e la sua uscita dall'area del *default*.

L'approfondimento dell'analisi di congruenza tra fabbisogni e fonti consente inoltre di specificare meglio anche il rapporto tra indebitamento finanziario a breve termine e quello a lungo. L'indebitamento finanziario a breve dovrebbe impiegarsi solo con riferimento a fabbisogni contingenti, e perciò di breve durata. Esso dovrebbe essere contenuto e limitato al finanziamento di variazioni di CCN dovute a vendite non ripetibili o ad altri fabbisogni da cui ci si aspetta di rientrare entro breve. L'analisi delle previsioni consolidate nel piano industriale della Meccanica Italiana evidenziano che il ruolo del debito finanziario a breve termine dovrà essere marginale.

Conclusioni

Questo lavoro ha proposto un approccio per

l'impostazione delle politiche finanziarie aziendali che si fonda su sette dimensioni rilevanti: l'impatto che le politiche di finanziamento hanno sulla flessibilità finanziaria dell'impresa; il rischio di business e finanziario dell'impresa; la sua capacità di produrre risultati economico-finanziari; il ruolo del controllo dell'impresa; le condizioni dei mercati finanziari prevalenti al momento della decisione; altri fattori residuali quali il beneficio fiscale del debito; e la congruenza tra le durate del fabbisogno e le durate delle fonti di finanziamento.

L'approccio presentato ha il pregio di focalizzare l'attenzione dell'impresa su una serie di aspetti che alcune ricerche (16) hanno ri-

Nota:

(16) Graham J. R. e Harvey C. R., «The theory and practice of corporate finance: evidence from the field», *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 2001, pp. 187-243.

Tavola 5 - Simulazione con la nuova struttura dei finanziamenti

valori in migliaia di Euro	2010	2011 simulato
CIN	15.361	15.589
PFN	10.449	6.705
MP	4.912	8.994
Rapporto indebitamento (X)		0,7
CMD (%)		3%
Reddito Operativo		311
(Oneri Finanziari)		(256)
Reddito ante imposte		55
(imposte)		(19)
Reddito Netto		36
ROE		0,5%

Nota: indicatori calcolati sulla base dei valori medi di stato patrimoniale

velato essere al centro dell'attenzione manageriale.

Il caso presentato ha consentito di evidenziare come le sette dimensioni di analisi vengano investigate con approcci vari e molteplici. L'uso di indicatori ricavati dal bilancio e confrontati con quelli dei principali concorrenti aziendali, l'apprezzamento della rischiosità dell'impresa basata sulla distinta considerazione del rischio derivante dalle scelte strategiche e operative e dalle finanziarie, l'impiego di modelli statistici quali il Z-score, la comprensione della struttura morfologica di fabbisogni e fonti di finanziamento sono solo alcuni di quelli possibili. Nel caso di società quotate in borsa altri indicatori, ad esempio basati sui valori di mercato (*beta*, *market-to-book ratio*; *earnings per share*) possono essere impiegati.

L'approccio presentato offre un percorso di analisi meno semplicistico e meno deterministico di quello proposto dai modelli elaborati nell'ambito della moderna teoria della finanza, e conduce ad esplorare aspetti di analisi che se trascurati potrebbero condurre all'impostazione di politiche finanziarie non ottimali.

Bibliografia

- Altman E.I., «Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *Journal of Finance*, September, 1968, pp. 589-609
- Altman E. I., *Corporate Financial Distress. A Complete Guide to Predicting, Avoiding and Dealing with Bankruptcy*, John Wiley, New York, NY, 1993
- Altman, E. I. e Hotchkiss, E., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. John Wiley & Sons, New York, 2005
- Bender R. e Ward K., *Corporate Financial Strategy*, Elsevier, 2002
- Bottani P. Cipriani L. e Serao F. «Il modello di analisi Z-Score applicato alle PMI», *Amministrazione & Finanza* n. 1, 2004, pp. 50-53
- Ferrero G e Dezzani F., *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1979
- Graham J. R. e Harvey C. R., «The theory and practice of corporate finance: evidence from the field», *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 2001, pp. 187-243
- Kester, G. W. e S. A. Hoover, «FRICTO Ana-

lysis: A Framework for Making Capital Structure Decisions» *Journal of Financial Education*, Summer 2005, pp. 61-68

Marzo G., «Economics and finance of the firm as an entity», in Biondi Y., Canziani A. e Kirat T. (a cura di), *The firm as an entity: implications for economics, accounting and law*, Routledge, New York and London, 2007, pp. 317-347

Marzo G., *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, Franco Angeli, 2012

Marzo G. e Scarpino E., «Analisi di bilancio è ancora utile?», *ANDAF MAGAZINE*, num. 1, 2014, pp. 32-37

Modigliani, F. e Miller M., «The cost of capital, corporate finance and the theory of investment», *American Economic Review*, Vol. 48, 1958, pp. 261-297

Modigliani, F. e Miller M., «Corporate income, taxes and the cost of capital», *American Economic Review*, Vol. 53, 1963, pp. 433-443

Sihler, W. W., «Framework for Financial Decisions» *Harvard Business Review*, March-April, 1971, pp. 123-135

Zingales L., «In search of new foundations», *Journal of Finance*, Vol. 55, 2000, pp. 1623-1653