



IL RUOLO DELLA DIMENSIONE ECONOMICO FINANZIARIA NELLE STRATEGIE DI CRESCITA

Prof. Ugo Lassini
Università degli Studi di Verona



STRATEGIA-RISULTATI



Il **ROI** è frutto del **livello di coerenza** tra gli elementi della **formula imprenditoriale**

$$\frac{RO}{CI} = \frac{RO}{Fatt.} \times \frac{Fatt.}{CI}$$
$$\frac{RO}{CI} = \boxed{\text{Redditività delle vendite}} \times \boxed{\text{Rotazione del capitale investito}}$$



INDICI DI SVILUPPO

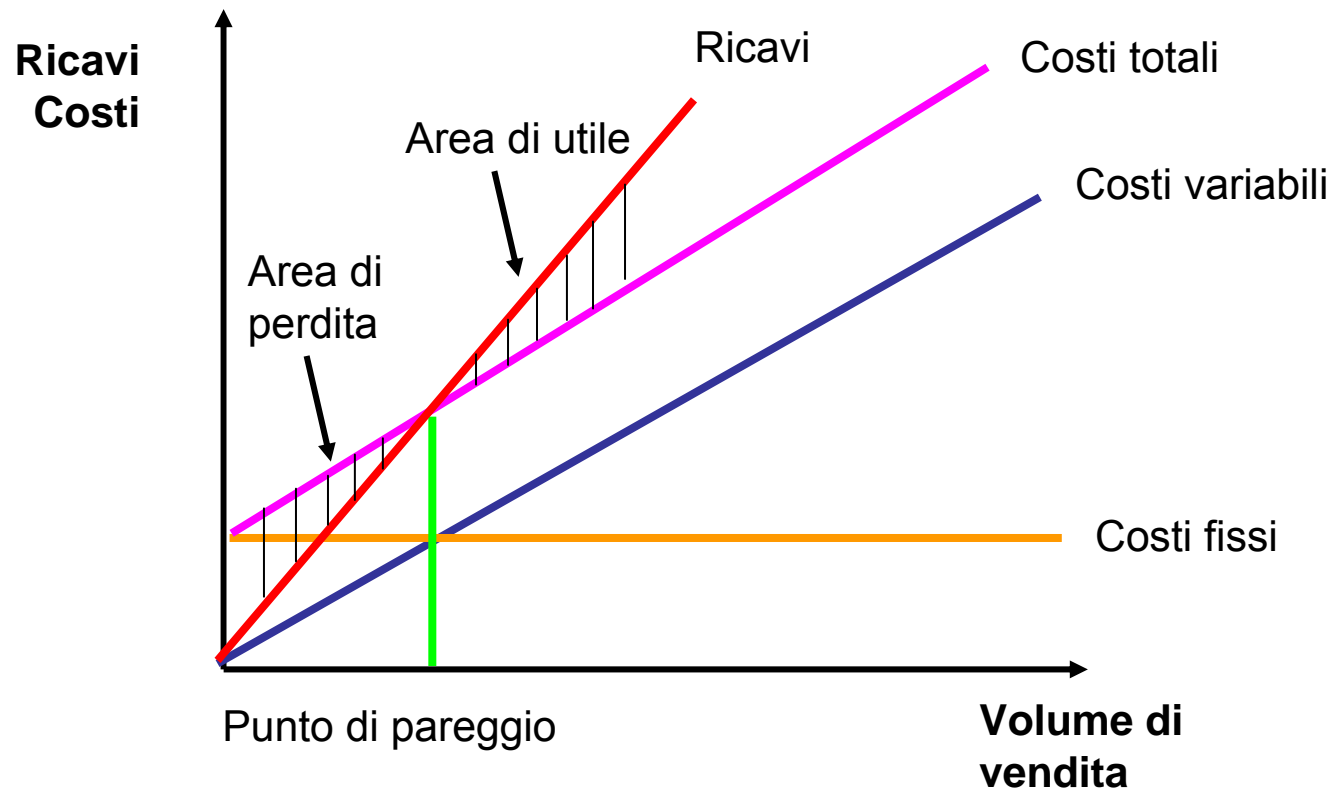
$\Delta\%$ FATTURATO  Esprime il **tasso di crescita** dell'impresa

$\Delta\%$ CAP. INVESTITO  Consente di capire in che misura la **crescita dei ricavi** ha richiesto un **aumento del capitale investito**

$\Delta\%$ MEZZI PROPRI  Consente di capire **in che modo è stato finanziato** l'eventuale **incremento del capitale investito**



IL PUNTO DI PAREGGIO





















Il punto di pareggio (*break even point*) è il volume di vendita per il quale i ricavi coprono esattamente tutti i costi della gestione caratteristica



IL RISCHIO OPERATIVO

LA LEVA OPERATIVA : UN ESEMPIO

	azienda A	azienda B	azienda C
Grado di leva operativa	1	2	3
$\Delta\%$ Fatturato (1)	 2%	 2%	 2%
$\Delta\%$ Reddito operativo (1)	 2%	 4%	 6%
$\Delta\%$ Fatturato (2)	 3%	 3%	 3%
$\Delta\%$ Reddito operativo (2)	 3%	 6%	 9%
$\Delta\%$ Fatturato (3)	 10%	 10%	 10%
$\Delta\%$ Reddito operativo (3)	 10%	 20%	 30%

La **leva operativa** è al contempo espressione della **vulnerabilità economica** e della **potenzialità economica** dell'azienda



IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

Un'azienda per funzionare necessita di un **capitale circolante netto**, che agisce come una sorta di “**spugna**”, in quanto:

CREDITI = Ricavi non ancora incassati

MAGAZZINO =
Materiali già acquistati ma non ancora venduti

=

INVESTIMENTO



Al momento dell'incasso genera
LIQUIDITA'

FORNITORI = Acquisti non ancora pagati

=

FONTE DI FINANZIAMENTO



Al momento del pagamento consuma **LIQUIDITA'**



IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

Il **fabbisogno di capitale circolante** può dipendere da diversi elementi:

- **scelte logistiche dell'impresa**: *just in time* => durata del magazzino di materie prime, merci e prodotti finiti
- **potere contrattuale dell'impresa**: tempi medi di pagamento dei fornitori e di incasso dai clienti
- **durata del ciclo produttivo**: durata delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione
- **politiche commerciali dell'impresa**: tempi medi di incasso dei crediti verso clienti

DURATA CREDITI = CREDITI MEDI/FATTURATO GIORNALIERO

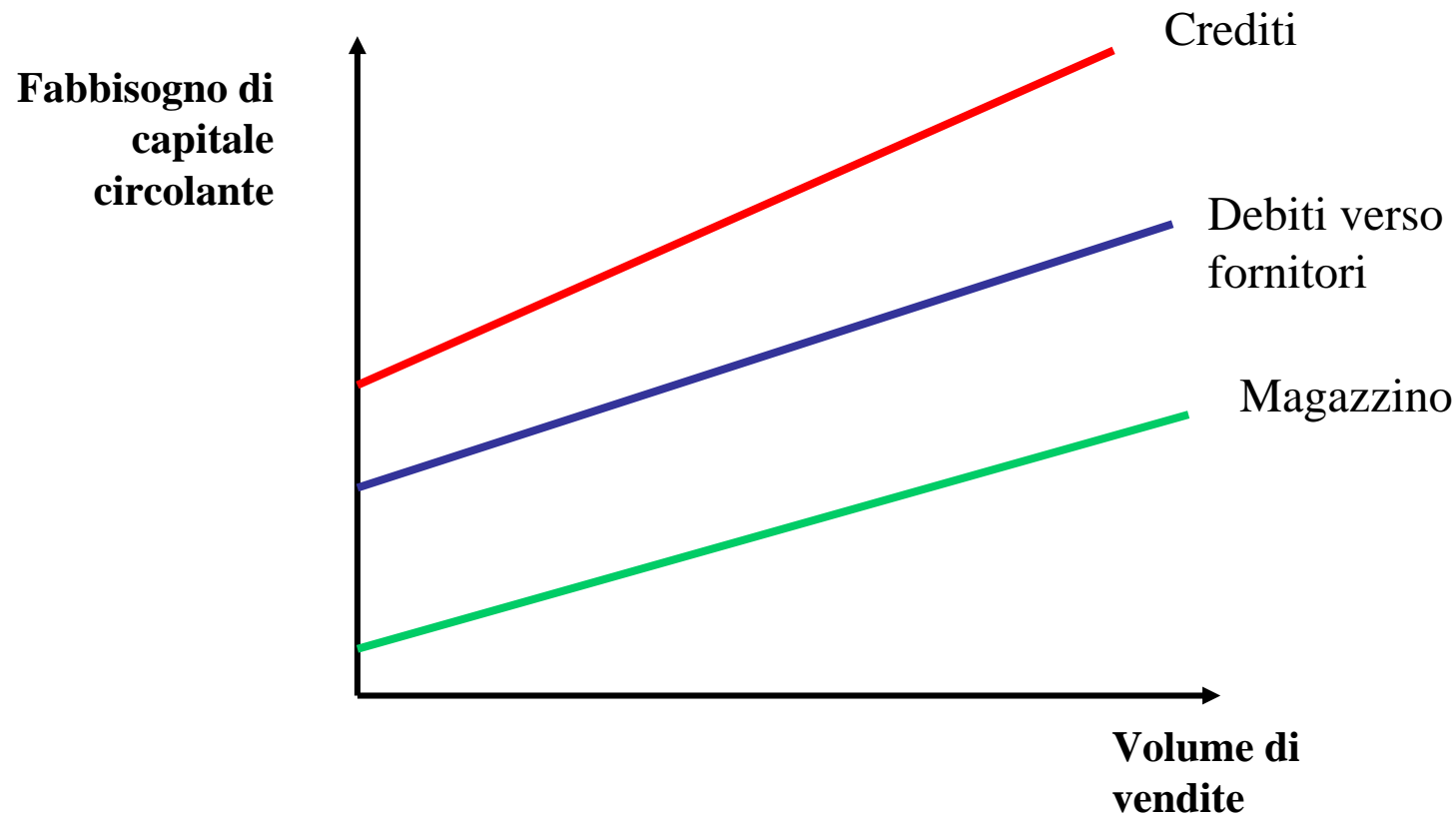
DURATA DEBITI = DEBITI MEDI/ACQUISTI GIORNALIERI

DURATA MAGAZZINO = RIMANENZE MEDIE/COSTO DEL VENDUTO GIORNALIERO



IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (*segue*)

A parità di durata del ciclo operativo e del ciclo monetario ...



... le imprese in crescita hanno un maggior fabbisogno di CCN



Il **fabbisogno di capitale** legato ai processi di crescita aziendale deve essere analizzato e misurato nelle sue **due componenti**:

**CAPITALE
IMMOBILIZZATO**

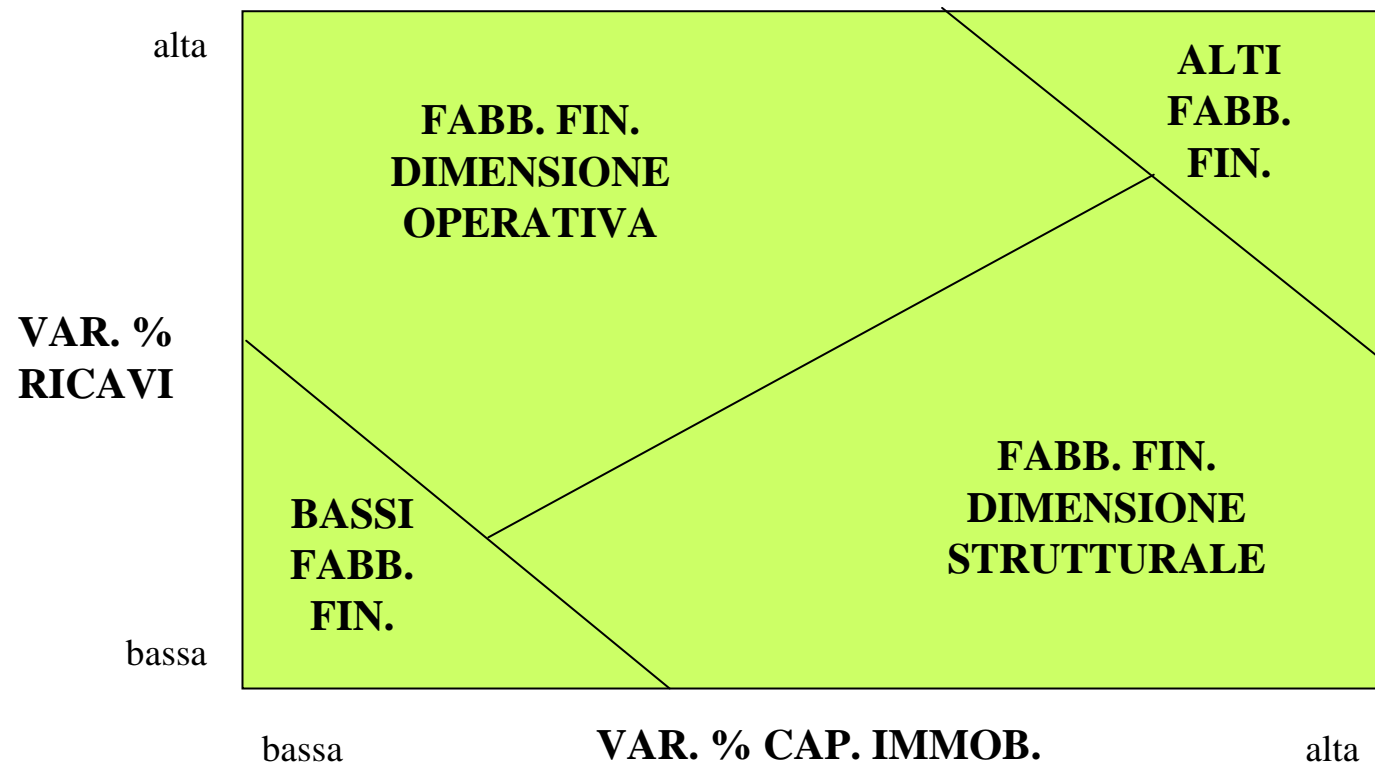
per l'acquisizione di immobilizzazioni tecniche e/o immateriali e/o finanziarie necessarie all'avviamento del processo di crescita

**CAPITALE CIRCOLANTE
NETTO COMMERCIALE**

originato dalla sequenza costante e ripetitiva delle operazioni di acquisto-trasformazione-vendita; si tratta in sostanza degli impieghi finanziari connessi ai crediti commerciali e alle scorte, al netto dei finanziamenti ottenuti dai fornitori



IL FABBISOGNO DI CAPITALE LEGATO ALLA CRESCITA



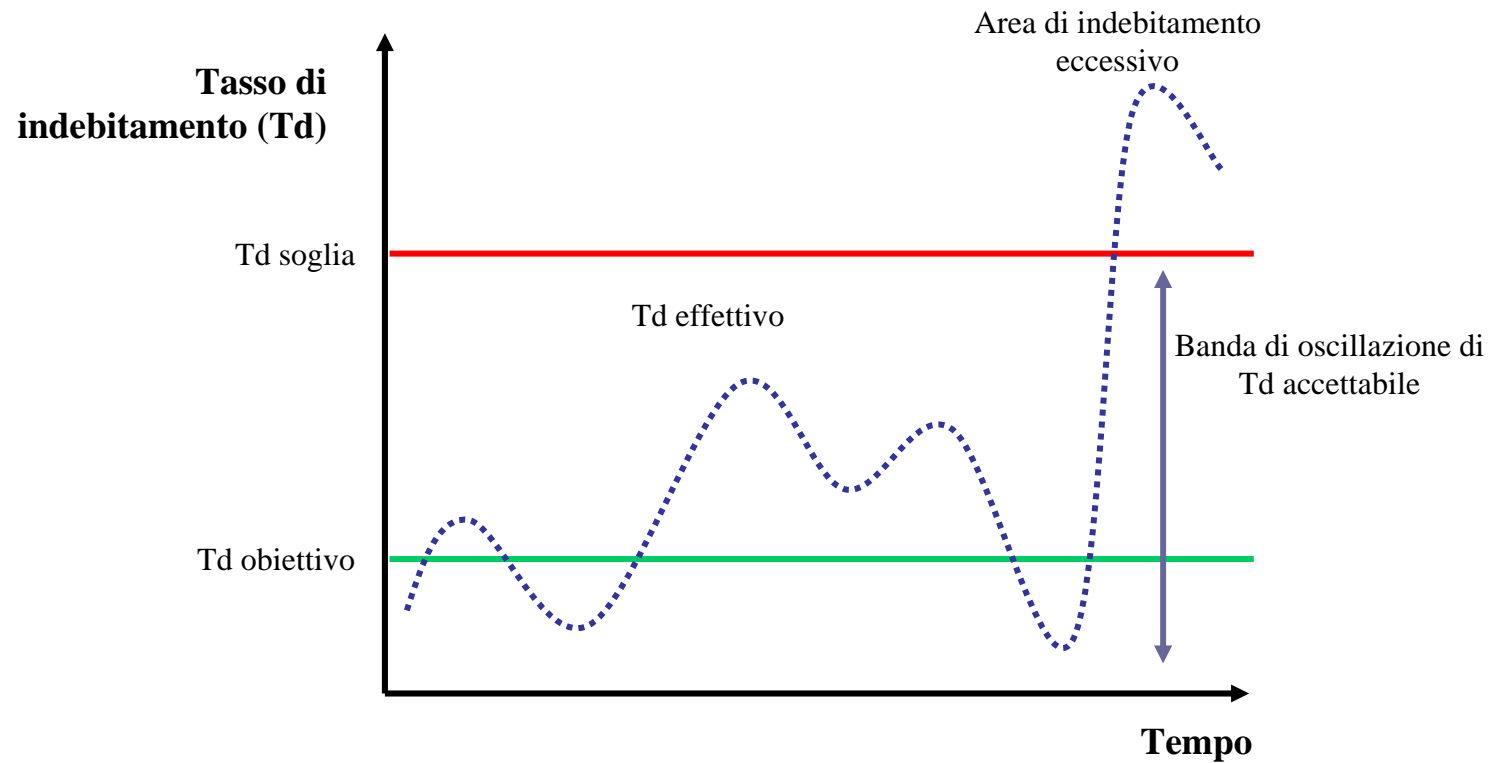


LA COPERTURA DEL FABBISOGNO FINANZIARIO LEGATO ALLA CRESCITA

- La **copertura del fabbisogno finanziario** legato alla crescita può essere effettuata con ricorso a:
 - **capitale di debito**
 - **mezzi propri**
- Per verificare se la crescita aziendale è compatibile con il mantenimento di una struttura finanziaria equilibrata è opportuno monitorare l'**evoluzione del tasso di indebitamento** ($T_d = P.F.N./M.P.$) con l'obiettivo di mantenere un **equilibrio finanziario dinamico**. In particolare:
 - nel **breve termine**: sono accettabili anche variazioni consistenti del tasso di indebitamento
 - nel **medio/lungo termine**: il tasso di indebitamento dovrebbe risultare costante e pari a un valore giudicato “congruo”

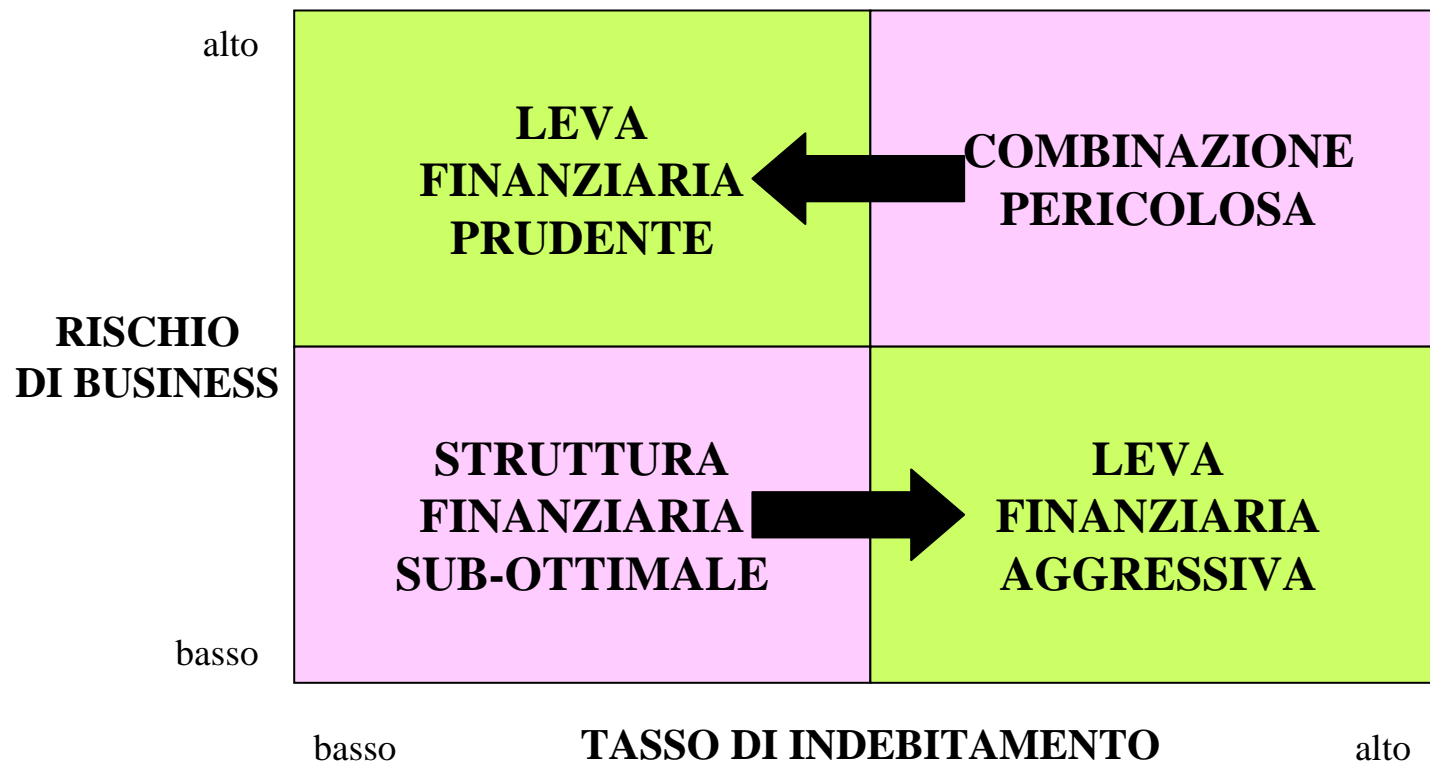


L'evoluzione del tasso di indebitamento: un esempio



E' preferibile un grado di leva finanziaria alto o basso?

... DIPENDE ...



IL TASSO DI CRESCITA SOSTENIBILE

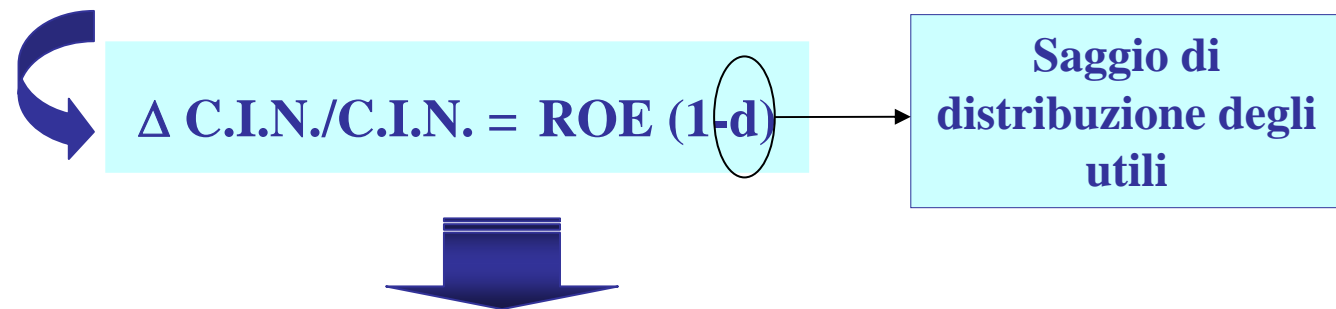
- Ipotizzando che l'impresa avvii un processo di crescita partendo da un tasso di indebitamento pari a quello obiettivo (es. 1) e ferma restando la possibilità di temporanei scostamenti nel breve periodo da tale valore, la condizione di **equilibrio finanziario di lungo periodo (Td costante)** viene rispettata se il **tasso di crescita del capitale investito è uguale a quello dei mezzi propri**



$$\frac{\Delta \text{C.I.N.}}{\text{C.I.N.}} = \frac{\Delta \text{M.P.}}{\text{M.P.}}$$

IL TASSO DI CRESCITA SOSTENIBILE

- La **crescita dei mezzi propri** dipende da:
 - **raccolta di nuovo capitale**
 - **autofinanziamento aziendale**
- Laddove non sia possibile raccogliere nuovo capitale, dipendendo la crescita dei mezzi propri dal solo autofinanziamento, **è opportuno che nel medio/lungo termine il tasso di crescita dell'impresa non ecceda quello consentito dall'autofinanziamento aziendale**



La **sostenibilità della crescita** è strettamente correlata alla **redditività dei mezzi propri** e alle **politiche di distribuzione degli utili** adottate



UN'ANALISI DI 18 AZIENDE AD ELEVATA CRESCITA

Tasso di crescita del fatturato

<i>> 100 %</i>	Tecniplast (C)	Tessitura R. Candiani (B) Sabaf (D)	Mapei (C) Brembo (D) Tod's (B) Campari (A) De Longhi (D)
<i>50-100 %</i>	La Sportiva (B)	Ferrarini (A) Illy (A)	Chiesi (C)
<i>< 50 %</i>	Fratelli Sassi (A)	Sifi (C) Fratelli Carli (A)	Ermenegildo Zegna (B) Max Mara (B) SCM Group (D)
	<i>< 250</i>	<i>250 - 1000</i>	<i>> 1000</i>

Dipendenti

A) ALIMENTARE

B) TRADIZIONALE

C) CHIMICA-FARMACEUTICA

D) MECCANICA



L'AVVIO DEL PROCESSO DI CRESCITA

Tempo n - 1

Tempo n

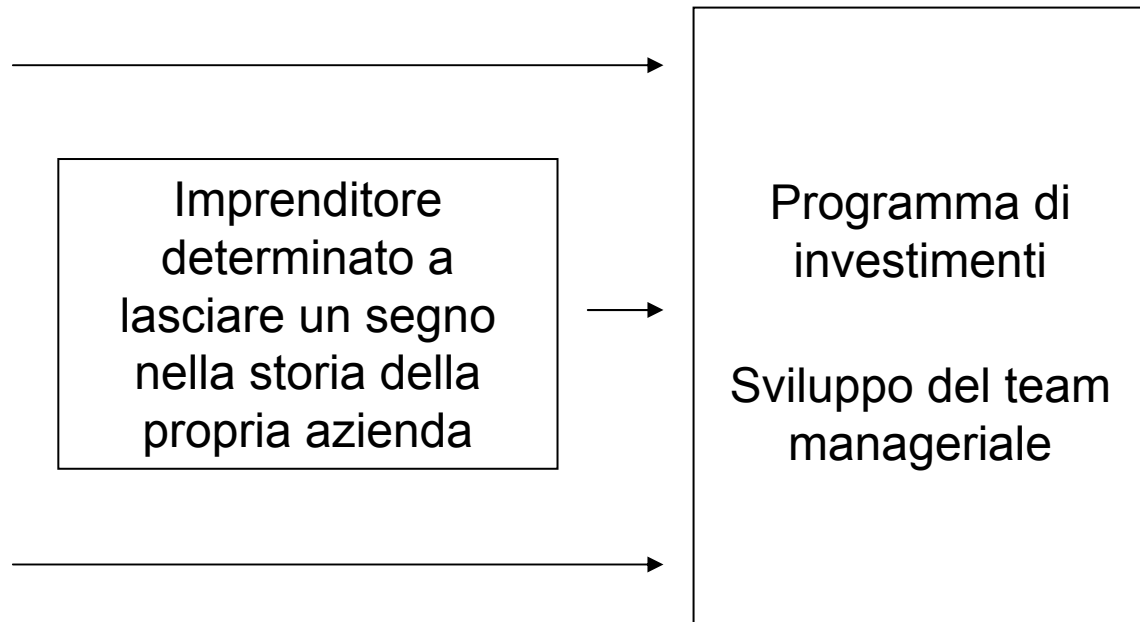
Tempo n + 1

CONTESTO INTERNO

- ✓ Famiglia proprietaria ben disposta
- ✓ Buona redditività
- ✓ Presenza internazionale
- ✓ Basso grado di indebitamento

CONTESTO ESTERNO

- ✓ Necessità/opportunità di crescita





UNA FAMIGLIA PROPRIETARIA BEN DISPOSTA: MODELLI DI CONTROLLO ULTIMO

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	B	A B	A B A B B
	50-100 %	C	C C	C
	< 50 %	C	C B	C C C
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

- (A) Una persona detiene il controllo totale insieme a moglie e figli (di cui 3 quotate)
- (B) Una persona (da sola o con moglie e figli) detiene la maggioranza del capitale ed esistono altri familiari soci di minoranza (di cui 2 quotate)
- (C) Due o più soci detengono insieme la maggioranza del capitale (di cui 5 *fifty-fifty*)



UNA FORMULA IMPRENDITORIALE REDDITIZIA: LA REDDITIVITA' DEL CAPITALE INVESTITO – RONA *

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	A	B A	B A C (1998) A
	50-100 %	C (1998)	B A	A
	< 50 %	B	A A	A A B
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

(A) RONA > 20%

(B) RONA compreso tra 10% e 20%

(C) RONA < 10%

* $\text{Reddito operativo} / (\text{debiti finanziari} + \text{capitale netto iniziali})$



UN BASSO GRADO DI INDEBITAMENTO: IL RAPPORTO DI INDEBITAMENTO FINANZIARIO*

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	B	B A	B A A B A
	50-100 %	A	C ¹ B	A
	< 50 %	B	A (1999) A	A A C ²
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

(A) Rapporto di indebitamento < 1

(B) Rapporto di indebitamento compreso tra 1 e 1,5

(C) Rapporto di indebitamento > a 1,5

* Rapporto di indebitamento: posizione finanziaria netta / capitale netto

¹ Si segnala che questa azienda ha mantenuto un RI elevato per tutto il periodo considerato

² Si segnala che questa azienda è cresciuta ad un tasso contenuto e si è impegnata negli anni successivi a ridurre il RI



UN PROGRAMMA DI INVESTIMENTI: INVESTIMENTI MEDI ANNUI NEL PERIODO RISPETTO AL FATTURATO *

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	B	B A	B A A A (circled)
	50-100 %	C	B C	B
	< 50 %	C	nd C	C nd C
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

(A) Rapporto > 25%

(B) Rapporto compreso tra 10% e 25%

(C) Rapporto inferiore al 10%

* Investimenti lordi medi annui in immobilizzazioni – materiali, immateriali e finanziarie – nel periodo / fatturato 1997. Si segnala che non è stato valutato l'impatto di investimenti finanziati con leasing



LA FAMIGLIA PROPRIETARIA A SERVIZIO DELL'IMPRESA: IL *PAY-OUT* MEDIO NEL PERIODO CONSIDERATO*

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	n.d.	A B	A B A A A
	50-100 %	C	A A	A
	< 50 %	A	C C	A n.d. B
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

(A) *Pay-Out* medio <30%

(B) *Pay-Out* medio compreso tra il 30% e il 44%

(C) *Pay-Out* medio ≥45%

* Rapporto dividendi/utile medio annuo del periodo



LA FAMIGLIA PROPRIETARIA A SERVIZIO DELL'IMPRESA: L'AUTOFINANZIAMENTO DELLE IMMOBILIZZAZIONI NEL PERIODO CONSIDERATO*

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	n.d.	A A	B A B C
	50-100 %	A	C A	A
	< 50 %	A	C A	A n.d. A
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

(A) Rapporto > 75%

(B) Rapporto compreso tra il 50% e il 75%

(C) Rapporto < 50%

* Totale autofinanziamento nel periodo / totale investimenti lordi in immobilizzazioni nel periodo



IL TASSO DI ROTAZIONE NEL PERIODO CONSIDERATO*

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	A	A C	B B C
	50-100 %	A	B B	C
	< 50 %	B	n.d. B	B B B
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

(A) Tasso di rotazione in crescita

(B) Tasso di rotazione stabile (variazione compresa tra +0,5 e - 0,5 punti percentuali)

(C) Tasso di rotazione in diminuzione

* Fatturato / (debiti finanziari + capitale netto) a inizio esercizio



IL RAPPORTO DI INDEBITAMENTO NEL PERIODO CONSIDERATO*

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	A	A B	C B A B
	50-100 %	A	B A	C
	< 50 %	B	n.d. B	B B A
		< 250	250 - 1000	> 1000
		<i>Dipendenti</i>		

- (A) Rapporto di indebitamento in calo
- (B) Rapporto di indebitamento stabile (variazione compresa tra 0,5 e – 0,5 punti percentuali)
- (C) Rapporto di indebitamento in aumento

* Posizione finanziaria netta / capitale netto (depurato dall'incremento delle riserve di rivalutazione eventualmente verificatosi a partire dall'anno 2000)



IL CONTROLLO DELL'ANDAMENTO DELLA REDDITIVITA'*

<i>Tasso di crescita del fatturato</i>	> 100 %	A	A C (2003)	A A (2003) D (2003)	C (2003) B (2003)
	50-100 %	A	B C	C	
	< 50 %	B	D D	C B C	
		< 250	250 - 1000	> 1000	
		<i>Dipendenti</i>			

- (A) ROE in crescita (e superiore al 10% nel 2002)
- (B) ROE stabile (variazione compresa tra +/- 2 punti percentuali)
- (C) ROE in calo e superiore al 10% nel 2002
- (D) ROE in calo e inferiore al 10% nel 2002

* ROE = $\text{Reddito netto} / \text{capitale netto a inizio esercizio}$ (depurato dall'incremento delle riserve di rivalutazione eventualmente verificatosi a partire dall'anno 2000)