

Analisi finanziaria

P/U	Rapporto prezzo-utili di un'azione
ROE	Redditività dell'equity
ROA	Redditività delle attività
ROS	Redditività delle vendite
EBIT	Reddito operativo (utile al lordo degli interessi e delle imposte)
EBITDA	Margine operativo lordo (utile al lordo degli interessi, delle imposte, degli ammortamenti e degli accantonamenti)

$$P/U = \frac{\text{prezzo azione}}{\text{utili per azione}}$$

$$ROE = \frac{\text{EBIT} - \text{imposte} - \text{interessi}}{\text{equity}}$$

$$ROA = \frac{\text{EBIT} - \text{imposte}}{\text{attività}}$$

$$ROS = \frac{\text{EBIT} - \text{imposte}}{\text{vendite}}$$

$$\text{EBIT} = \text{vendite} - \text{costi} - \text{ammortamenti}$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{ammortamenti}$$

Il financial manager deve valutare l'effetto complessivo delle decisioni di finanziamento e di investimento e assicurarsi di essere pronto a sostenere i piani di sviluppo di un'impresa. Conoscere dove vi trovate nel presente è il presupposto necessario per capire dove potreste essere nel futuro. Per questo nel capitolo analizzeremo i bilanci di un'impresa. Vi mostreremo come usare questi documenti per giudicarne i risultati e la situazione finanziaria.

Per trarre ordine dal caos, gli analisti finanziari selezionano alcuni quozienti in grado di riassumere i punti di forza e di debolezza di un'impresa. I quozienti non sono una sfera di cristallo, devono solo aiutare a porsi le domande giuste. Per esempio, quando avete bisogno di un prestito è utile chiedersi a quanto ammonti il vostro rapporto di indebitamento o quale sia la por-

zione di utile operativo assorbita dagli interessi. Allo stesso modo, i quozienti finanziari possono segnalare al management l'esistenza di problemi potenziali. Se il rendimento del capitale di una divisione è basso, o se il margine di profitto sta diminuendo, potete essere sicuri che qualcuno vi chiederà una spiegazione.

Avete probabilmente sentito parlare di maghi che possono prendere i bilanci di un'impresa e in pochi minuti calcolare alcuni quozienti finanziari e prevedere il suo futuro. Queste persone sono come l'"abominevole uomo delle nevi": tutti ne parlano, ma nessuno l'ha mai visto. I quozienti di bilancio sono semplicemente un modo utile per sintetizzare grandi quantità di dati finanziari e le performance di un'impresa. Aiutano a porsi le domande giuste, come si diceva, ma raramente forniscono le risposte.

3.1 Quozienti finanziari

I quozienti finanziari sono in genere facili da calcolare. Questa è una buona notizia. Quella cattiva è che sono tanti. Per peggiorare le cose, i quozienti sono spesso presentati in lunghe liste che sembrano richiedere la capacità di ricordarseli piuttosto che di capirli.

Possiamo mitigare queste cattive notizie facendo una premessa. I quozienti devono essere costruiti al fine di misurare se un'impresa è in grado di raggiungere quello che è il suo obiettivo: la creazione di valore per gli azionisti.

La capacità di creare valore per gli azionisti dipende da buone decisioni d'investimento. Il financial manager valuta le decisioni d'investimento rispondendo a numerose domande, fra cui: il rendimento degli investimenti è superiore al costo del capitale? Come dovremmo misurare tale rendimento? Da che cosa dipende?

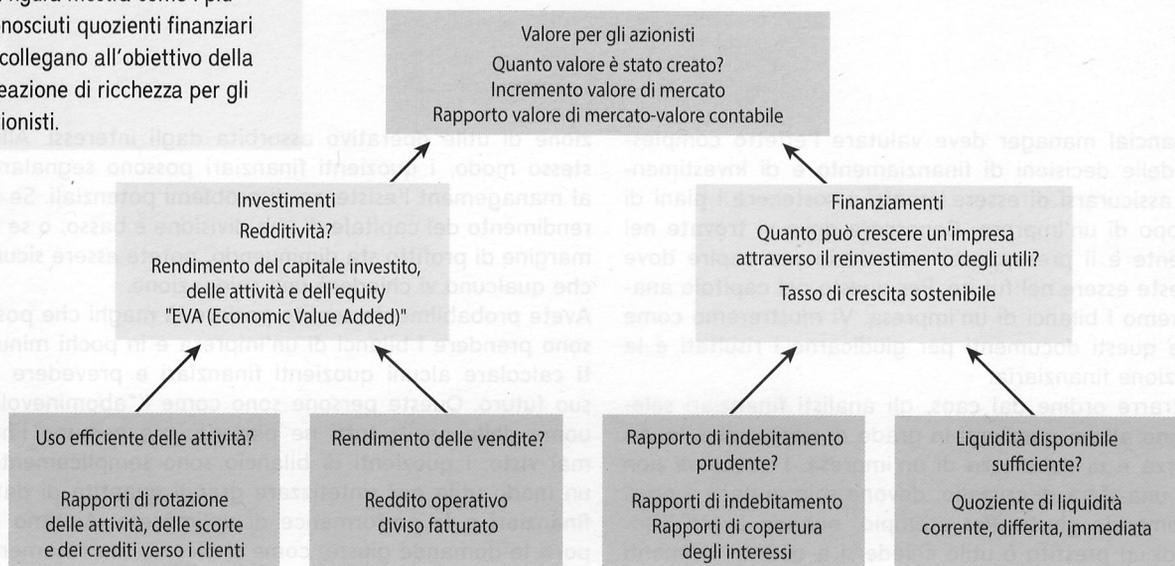
La ricchezza degli azionisti dipende anche da buone decisioni di finanziamento. Di nuovo ci sono semplici domande a cui rispondere: le risorse finanziarie disponibili sono sufficienti? La strategia finanziaria è prudente? Il financial manager non dovrebbe rischiare troppo operando con rapporti d'indebitamento troppo alti. La liquidità dell'impresa è sufficiente per pagare le fatture e fare fronte agli imprevisti?

La Figura 3.1 riassume queste decisioni. I riquadri sulla sinistra si riferiscono agli investimenti, quelli sulla destra ai finanziamenti. In ogni riquadro ci siamo posti una domanda e abbiamo fornito esempi di quozienti finanziari e di altre misure che possono aiutarci a rispondere. Per esempio, i riquadri nella parte inferiore del lato sinistro della figura presentano domande riguardo all'uso efficiente delle attività. Tre quozienti misurano l'efficienza delle attività: il rapporto di rotazione delle attività, delle scorte e dei crediti verso clienti. Nei riquadri inferiori della parte destra ci siamo chiesti se il rapporto d'indebitamento è prudente e se l'impresa disporrà di liquidità sufficiente nel prossimo futuro. I quozienti che rientrano in queste categorie comprendono diverse misure del rapporto d'indebitamento, i rapporti di liquidità corrente, differita e immediata.

La Figura 3.1 serve come guida per il capitolo. Mostriamo come calcolare questi e altri quozienti finanziari e spiegheremo come questi quozienti si collegano all'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti.

Figura 3.1

La figura mostra come i più conosciuti quozienti finanziari si collegano all'obiettivo della creazione di ricchezza per gli azionisti.



3.2 Bilanci

Quando leggete il bilancio di un'impresa è importante ricordare che i contabili hanno ancora una certa libertà di azione nel determinare gli utili e i valori. Per esempio, possono agire a loro discrezione nella scelta del metodo di ammortamento e nella velocità alla quale le attività dell'impresa sono ammortizzate.

Anche se i contabili in tutto il mondo lavorano per applicare principi comuni, esistono considerevoli differenze nelle regole dei vari Paesi. Nei Paesi anglosassoni, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, che hanno mercati azionari grandi e attivi, le regole sono disegnate pensando agli azionisti. Al contrario, in Paesi come la Germania e l'Italia il focus dei principi contabili è la protezione dei creditori.

Un'altra differenza è il modo in cui le imposte sono mostrate nel conto economico. A volte le imposte sono pagate sulla base degli utili di bilancio e le procedure di ammortamento devono essere quelle fiscalmente ammesse. Questo non accade nei Paesi anglosassoni (e ora anche in Italia), in cui i numeri mostrati nei bilanci non costituiscono la base per il calcolo del debito fiscale di un'impresa. Fra l'altro, il metodo di ammortamento usato per calcolare gli utili può essere diverso (e in genere lo è, soprattutto a causa degli ammortamenti anticipati) da quello usato nelle dichiarazioni dei redditi. A volte le differenze fra i principi contabili producono effetti sostanziali.

Agli investitori e alle imprese multinazionali queste differenze nelle regole contabili possono procurare non pochi fastidi. Negli ultimi tempi si è quindi cercato di mettere insieme gli standard contabili dei diversi Paesi per vedere se sia possibile eliminare alcune delle loro differenze. Come è intuibile, non si tratta certamente di un compito facile.¹

3.3 Bilanci di Executive Paper

Il vostro obiettivo è giudicare la situazione finanziaria di Executive Paper. Forse siete un analista e state collaborando all'elaborazione di un *piano finanziario* a 5 anni. Forse lavorate per un suo concorrente e state studiando l'opportunità di acquistarla. O forse siete un banchiere e dovete capire se la banca debba finanziarla. In ogni caso, dovete iniziare giudicando la sua situazione corrente. Possedete il conto economico, lo stato patrimoniale e il prospetto fonti-impieghi (rendiconto finanziario) di due anni consecutivi.

■ Piano finanziario

Previsione delle fonti e degli impieghi di cassa a lungo termine.

3.3.1 ■ Stato patrimoniale

Lo stato patrimoniale nella Tabella 3.1 mostra una sintesi delle attività e passività di Executive Paper.

Sia le attività sia le passività sono elencate in ordine decrescente di liquidità. Per esempio, potete vedere che sono rappresentate dapprima le attività più facilmente convertibili in denaro nel prossimo futuro, come cassa, titoli a breve, crediti verso clienti e scorte. Queste attività sono conosciute come *attività correnti*.

■ Attività correnti

Attività che si ritiene torneranno in forma liquida entro un anno.

¹ La convergenza fra i principi contabili usati a livello internazionale è un problema annoso e non risolto. Dal 2005 i Paesi dell'UE sono obbligati a utilizzare i principi IAS/IFRS. Questo, limitatamente ad alcune categorie di imprese (per esempio le società quotate e le banche/assicurazioni) o in via discrezionale ad altre categorie di imprese o relativamente a determinate tipologie di bilanci (bilanci separati o consolidati). L'idea intorno alla quale si sono costruiti i nuovi principi contabili è stata la trasformazione dei valori compresi nello stato patrimoniale da valori basati sul costo storico a valori correnti. Valori correnti che, ove possibile, devono basarsi sul concetto di *Fair Value* delle attività e passività, in pratica il loro valore di mercato. L'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS sta rendendo i bilanci più capaci di trasformarsi in strumenti di informazione per tutte le categorie di investitori, in particolare gli investitori nelle società quotate. I bilanci sono ora più rigorosi che nel passato e, per esempio le operazioni di trasferimento di risorse finanziarie all'interno di un gruppo, troppo diffuse nel passato, sono più difficili da mettersi in pratica. Sono però anche più complicati da leggere per chi non possiede specifiche competenze, soprattutto ormai di natura finanziaria.

Tabella 3.1

Stato patrimoniale di Executive Paper Corporation (dati in milioni di dollari)*

Esplorate le ulteriori risorse
disponibili online

Attività	2017	2018	Variazioni (%)
Attività correnti:			
Cassa e titoli a breve	75	110	+35
Crediti verso clienti	433.1	440	+6.9
Scorte	339.9	350	+10.1
Totale attività correnti	848	900	+52
Attività fisse:			
Impianti e attrezzature	929.5	1000	+70.5
Meno fondi ammortamento	396.7	450	+53.3
Attività fisse nette	532.8	550	+17.2
Totale attività	1380.8	1450	+69.2
Passività e capitale netto (equity)	2017	2018	Variazioni (%)
Passività correnti:			
Debiti a breve	96.6	100	+3.4
Debiti verso fornitori	349.9	360	+10.1
Totale passività correnti	446.5	460	+13.5
Debiti a lungo termine	425	450	+25
Capitale netto (equity)	509.3	540	+30.7
Totale passività e capitale netto	1380.8	1450	+69.8
Altre informazioni finanziarie:			
Valore di mercato dell'equity	598	708	
Numero medio di azioni (milioni)	14.16	14.16	
Prezzo delle azioni	42.25	50.00	

* L'Executive Paper Corporation non ha attività intangibili come marchi o avviamenti.

■ Attività intangibili

Attività immateriali, per esempio tecnologie, marchi e brevetti.

■ Passività correnti

Passività che devono essere estinte entro un anno.

■ Capitale circolante netto

Differenza fra le attività correnti e le passività correnti.

■ Equity

Valore contabile (o di mercato) di azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio e riserve di capitale di un'impresa.

Sono poi elencate le attività a lungo termine, solitamente non liquide, come cartiere, fabbricati e boschi. Lo stato patrimoniale non mostra i valori di mercato aggiornati delle attività a lungo termine. Al contrario, viene registrato l'ammontare di ogni attività al costo storico e poi, per esempio nel caso di stabilimenti e impianti, viene dedotto ogni anno un ammontare fisso come ammortamento. Lo stato patrimoniale non considera tutte le attività. Alcune di quelle più preziose sono *attività intangibili*, come i brevetti, i marchi, la reputazione e le competenze dei manager. I responsabili dei bilanci sono poco propensi a registrare queste attività nello stato patrimoniale, a meno che non possano essere facilmente individuabili e valutabili.

Anche le passività (da dove cioè viene il denaro che è stato usato per comprare le attività) di Executive Paper sono classificate come correnti o a lungo termine. Le *passività correnti* sono debiti che la società deve pagare nel prossimo futuro (alle banche o ai suoi fornitori). La differenza fra le attività correnti e le passività correnti è chiamata *capitale circolante netto*. Misura il grado di liquidità di un'impresa. Per Executive Paper:

$$\begin{aligned} \text{capitale circolante netto} &= \text{attività correnti} - \text{passività correnti} = \\ &= 900 - 460 = \$ 440 \text{ milioni} \end{aligned}$$

Possiamo dividere il capitale circolante netto per il valore del totale, ottenendo: $440/1450 = 0.3$, cioè la parte del capitale investita in liquidità corrente.

Executive Paper ha emesso titoli che non saranno rimborsati per molti anni. Queste sono le passività a lungo termine. Dopo che tutte le passività sono state saldate, le attività che residuano – il capitale netto (cioè l'*equity*) – spettano agli azionisti. Il

capitale degli azionisti è semplicemente il valore totale delle attività meno le passività correnti e a lungo termine. È inoltre uguale al capitale sociale più gli utili non distribuiti, cioè l'ammontare netto che la società ha ricevuto dagli azionisti o reinvestito in loro nome.

La Tabella 3.1 ci dà alcune altre informazioni finanziarie su Executive Paper. Per esempio, mostra il valore di mercato dell'azione. È spesso utile paragonare il valore contabile dell'equity (mostrato nei conti della società) con il valore di mercato stabilito nei mercati finanziari.

3.3.2 ■ Conto economico

Se lo stato patrimoniale rappresenta una fotografia di un particolare momento di vita di un'impresa, il conto economico corrisponde a un video. Mostra qual è stata la sua redditività nel corso dell'anno passato.

Osservate il conto economico di Executive Paper nella Tabella 3.2. Leggendolo, potete avere numerose informazioni, quali per esempio le sue vendite, i suoi costi, gli ammortamenti² e soprattutto il suo *reddito operativo (EBIT, Earnings Before Interests and Taxes)*:

$$\begin{aligned} \text{EBIT} &= \text{vendite} - \text{costi} - \text{ammortamenti} = \\ &= 2200 - 1980 - 53.3 = \$ 166.7 \text{ milioni} \end{aligned}$$

Di questa somma, \$ 42.5 milioni sono stati impiegati per pagare gli interessi (gli interessi si pagano con un reddito al lordo delle imposte) e \$ 49.7 milioni per pagare le imposte. Ciò che è rimasto, \$ 74.5 milioni, appartiene agli azionisti. \$ 43.8 milioni sono stati distribuiti a titolo di dividendo e \$ 30.7 reinvestiti.

3.3.3 ■ Fonti e impieghi

La Tabella 3.3 mostra come Executive Paper abbia raccolto i suoi fondi e dove li abbia impiegati. In ogni riga della tabella abbiamo indicato il modo in cui i dati sono stati calcolati.

Li spiegheremo uno dopo l'altro. Osservate per prima cosa gli impieghi dei fondi.

■ **Reddito operativo (EBIT)**
Reddito al lordo degli interessi e delle imposte.

excel

Esplorate le ulteriori risorse
disponibili online

Tabella 3.2

Conto economico del 2018 di Executive Paper Corporation
(dati in milioni di dollari)

	\$ milioni
Ricavi	2200
Costo dei beni venduti	1452
Costi generali	748
Ammortamenti	53.3
Reddito operativo (EBIT)	166.7
Interessi	42.5
Imposte	49.7
Reddito netto	74.5
Dividendi	43.8
Utili non distribuiti	30.7
Utili per azione, dollari	5.26
Dividendi per azione, dollari	3.09

² Gli ammortamenti sono costi a cui non corrisponde un'uscita di cassa. Rappresentano la quota di attività fisse che si stima sia stata consumata nella produzione.

Tabella 3.3

Fonti e impieghi di Executive Paper Corporation, 2018 (dati in milioni di dollari)

	\$ milioni	Note
Fonti:		
Reddito netto	74.5	Tabella 3.2
Ammortamenti	53.3	Tabella 3.2
Flusso di cassa	127.8	
Emissione di debiti a lungo termine	25.0	Tabella 3.1: 450 – 425
Emissione di azioni	0	Tabella 3.1 e Tabella 3.2: 540 – 509.3 – (74.5 – 43.8)
Totale fonti	152.8	
Impieghi:		
Investimento in capitale circolante netto	38.5	Tabella 3.1: (900 – 460) – (848 – 446.5)
Investimento in attività fisse	70.5	Tabella 3.1: 1000 – 929.5
Dividendi	43.8	Tabella 3.2
Totale impieghi	152.8	

Il denaro a disposizione di Executive Paper è stato investito in capitale circolante e in attività fisse o distribuito agli azionisti come dividendo. Dunque:

$$\text{totale impieghi} = \text{investimenti in capitale circolante netto} + \\ + \text{investimenti in capitale fisso} + \text{dividendi pagati agli azionisti}$$

La Tabella 3.1 mostra che nel 2018 Executive Paper ha iniziato l'anno con un capitale circolante netto di $848 - 446.5 = \$ 401.5$ milioni. Alla fine dell'anno è cresciuto a $900 - 460 = \$ 440$ milioni. L'impresa ha investito ulteriori \$ 38.5 milioni in capitale circolante. Nello stesso periodo le attività fisse sono cresciute da \$ 929.5 milioni a \$ 1000 milioni, un incremento di \$ 70.5 milioni. Infine, la Tabella 3.2 mostra che Executive ha distribuito dividendi per \$ 43.8 milioni. Quindi, in totale, Executive Paper ha investito o distribuito come dividendi $38.5 + 70.5 + 43.8 = \$ 152.8$ milioni.

Da dove sono venuti questi fondi? Due sono le fonti, la gestione (*flusso di cassa*) e il mercato finanziario:

$$\text{totale fonti di fondi} = \text{flusso di cassa} + \\ + \text{nuove emissioni di debiti a lungo termine} + \text{nuove emissioni di azioni}$$

Il conto economico mostra che nel 2018 la gestione di Executive Paper ha generato \$ 127.8 milioni (\$ 74.5 di utile + \$ 53.3 di ammortamenti: ricordatevi che gli ammortamenti non sono un'uscita). Rimane un fabbisogno di $152.8 - 127.8 = \$ 25$ milioni che deve essere coperto ricorrendo al mercato finanziario. Potete vedere dallo stato patrimoniale che Executive Paper ha raccolto \$ 25 milioni attraverso un'emissione di debiti a lungo termine (il debito è aumentato da \$ 425 milioni a \$ 450 milioni). Nel 2018 non ci sono state nuove emissioni di azioni; perché dunque l'equity è aumentato di $540 - 509.3 = \$ 30.7$ milioni? La risposta è che l'aumento è derivato dal reinvestimento degli utili (*utili non distribuiti* = reddito netto – dividendi = $74.5 - 43.8 = \$ 30.7$ milioni).

■ **Flusso di cassa**
Utile più costi non monetari.

■ **Utili non distribuiti**
Utili non versati agli azionisti
sotto forma di dividendi.

3.4 Analisi finanziaria di Executive Paper

Il bilancio vi fornisce le principali informazioni per valutare la situazione finanziaria di un'impresa. Un bilancio però contiene tantissimi dati, molti di più di quelli presentati nella nostra semplificata versione. Per condensare questi dati in una forma utile, gli analisti finanziari si focalizzano su alcuni quozienti finanziari fondamentali.

Esplorare le ulteriori risorse disponibili online

Quozienti finanziari di Executive Paper nel 2018

Quozienti di leva:		
Rapporto di indebitamento	(Debiti a lungo)/(debiti a lungo + equity)	0.45
Rapporto di indebitamento (considerando anche i debiti a breve termine)	(Debiti a breve + debiti a lungo)/(debiti a breve + debiti a lungo + equity)	0.50
Rapporto debiti-equity	Debiti a lungo/equity	0.83
	Debiti a breve + debiti a lungo/equity	1.02
Copertura degli interessi	EBIT/interessi	3.92
Cash coverage ratio	EBITDA/interessi	5.22
Quozienti di liquidità:		
Incidenza del capitale circolante netto sulle attività	(Attività correnti – passività correnti)/attività totali	0.30
Quoziente di liquidità corrente	Attività correnti/passività correnti	1.96
Quoziente di liquidità differita	Cassa + attività finanziarie a breve + crediti verso clienti)/passività correnti	1.20
Quoziente di liquidità immediata	(Cassa + attività finanziarie a breve)/passività correnti	0.24
Periodo medio di copertura delle spese	(Cassa + attività finanziarie a breve + crediti verso clienti)/costi operativi giornalieri medi	101.39
Quozienti di efficienza:		
Rotazione delle attività totali	Vendite/attività totali medie	1.55
Rotazione del capitale circolante netto	Vendite/capitale circolante netto medio	5.23
Durata delle scorte (giorni)	Scorte medie/(costo dei prodotti venduti/365)	63.59
Rotazione delle scorte	Costo dei prodotti venduti/scorte medie	5.74
Periodo medio d'incasso (giorni)	Crediti medi/(vendite/365)	72.43
Rotazione dei crediti	Vendite/crediti medi	5.04
Quozienti di redditività:		
Redditività delle vendite (ROS)	(EBIT – imposte)/vendite	5.32%
Redditività delle attività (ROA)	(EBIT – imposte)/attività totali medie	8.27%
Redditività dell'equity (ROE)	Reddito netto/equity medio	14.20%
Rapporto di distribuzione degli utili	Dividendi/utili	0.59
Quozienti di mercato:		
Rapporto prezzo-utili (P/U)	Prezzo dell'azione/utile per azione	9.50
Tasso di dividendo	Dividendo/prezzo dell'azione	6.19
Rapporto valore di mercato-valore contabile	Valore di mercato dell'equity/valore contabile dell'equity	1.31

La Tabella 3.4 mostra i principali quozienti finanziari di Executive Paper.³ Spiegheremo come calcolare e usare questi quozienti per rispondere a cinque domande:

- Quanto si è indebitata?
- Quanto è liquida?
- Quanto è efficiente nell'uso delle sue attività?
- Quanto è redditizia?
- Quanto è valutata dal mercato?

Quando calcolate i quozienti finanziari di un'impresa avrete bisogno di regole per decidere se preoccuparvi o essere felici. Sfortunatamente, non esistono valori "corretti" a cui

³ La Tabella 3.4 presenta altri quozienti in aggiunta a quelli che descriveremo in seguito. Alcuni sono vie alternative per arrivare allo stesso risultato, altri variazioni sul tema.

tutte le imprese dovrebbero aspirare. Considerate, per esempio, il rapporto di indebitamento. Il debito presenta svantaggi e vantaggi e, anche se ci fosse un ammontare ottimale di debito per l'impresa A, questo potrebbe non essere appropriato per l'impresa B.

3.4.1 ■ Quanto si è indebitata?

Quando un'impresa chiede denaro a prestito, si impegna a effettuare una serie di pagamenti fissi rappresentativi degli interessi e della restituzione del capitale. Se i profitti salgono, i creditori continuano a ricevere solo il pagamento degli interessi e di conseguenza tutto il guadagno va agli azionisti. L'opposto accade se i profitti scendono. In questo caso gli azionisti sopportano la parte maggiore del rischio. Se le condizioni dell'economia sono negative, un'impresa che si è indebitata molto non sarà in grado di pagare i suoi debiti. L'impresa fallirà e gli azionisti perderanno parte o tutto l'investimento poiché l'effetto del debito sui ritorni degli azionisti è positivo quando le cose vanno bene e negativo quando le cose vanno male. Si dice infatti che il debito crea la *leva finanziaria*. I finanziatori vogliono anche essere sicuri che l'impresa non sia troppo indebitata. Così, se vuole contrarre un nuovo debito, i finanziatori esamineranno diversi dati per capire se si stia indebitando troppo e per (eventualmente) chiedere che il debito si mantenga all'interno di limiti ragionevoli. Questi limiti all'indebitamento sono determinati in base ad alcuni quozienti finanziari.

■ Leva finanziaria

Uso del debito per aumentare il rendimento atteso dell'equity. La leva finanziaria è misurata dal rapporto di indebitamento.

■ Rapporto di indebitamento

Debiti diviso passività totali.

Rapporto di indebitamento Solitamente, la leva finanziaria viene calcolata come rapporto tra i debiti a lungo termine e il totale delle passività a lungo termine. Quindi per Executive Paper:

$$\begin{aligned} \text{rapporto di indebitamento} &= \frac{\text{debiti a lungo termine}}{\text{debiti a lungo termine} + \text{equity}} = \\ &= \frac{450}{450 + 540} = 0.45 \end{aligned}$$

Un altro modo di esprimere la leva finanziaria è in termini di rapporto tra debiti ed equity:

$$\begin{aligned} \text{rapporto debiti-equity} &= \frac{\text{debiti a lungo termine}}{\text{equity}} = \\ &= \frac{450}{540} = 0.83 \end{aligned}$$

Il debito dell'Executive Paper è tipico delle imprese manifatturiere. Volontariamente alcune imprese operano con livelli di debito molto superiori. Nel Capitolo 30 parleremo dei *Leveraged Buyout* (LBO). Le imprese che vengono acquisite con un LBO emettono di solito grandi quantità di debito. Quando negli anni Novanta negli Stati Uniti i LBO divennero molto popolari, queste imprese avevano un rapporto di indebitamento pari al 90%. Molte di queste imprese riuscirono a restituirlo, le altre non furono così fortunate.

Notate che entrambe queste misure usano valori contabili (cioè tratti dal bilancio), invece che valori di mercato. Il valore di mercato di un'impresa determina in ultima analisi la possibilità per i creditori di riottenere il loro denaro, perciò dovrete aspettarvi che gli analisti finanziari considerino il valore nominale dei debiti in rapporto al valore totale di mercato dei debiti e dell'equity. La principale ragione per la quale ciò non avviene è che spesso i valori di mercato non sono facilmente disponibili. Il problema è rilevante? Forse no; dopotutto, il valore di mercato comprende il valore di attività intangibili originate dalla ricerca e sviluppo, dalla pubblicità, dalla formazione del personale e così via. Queste attività non sono facilmente liquidabili e, se l'azienda attraversa un periodo di difficoltà, il loro valore può scomparire completamente. Per alcuni scopi, risulta più comodo seguire la logica dei valori contabili e ignorare completamente tali

attività intangibili. Questo è proprio quello che fanno coloro che concedono prestiti quando insistono affinché chi li riceve non permetta che il rapporto di indebitamento a valori contabili ecceda limiti specifici.

In Italia, come è noto, la principale fonte di finanziamento è costituita dai debiti bancari a breve termine, i quali, essendo sistematicamente rinnovati, assumono la funzione dei debiti a scadenza protratta. Il rapporto di indebitamento andrebbe dunque calcolato in modo più appropriato considerando i debiti a breve termine al numeratore e al denominatore delle formule:

$$\begin{aligned}\text{rapporto di indebitamento} &= \frac{\text{debiti a breve} + \text{debiti a lungo}}{\text{debiti a breve} + \text{debiti a lungo} + \text{equity}} = \\ &= \frac{100 + 450}{100 + 450 + 540} = 0.50\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{rapporto debiti-equity} &= \frac{\text{debiti a breve} + \text{debiti a lungo}}{\text{equity}} = \\ &= \frac{100 + 450}{540} = 1.02\end{aligned}$$

Notate come in questi termini i rapporti di indebitamento aumentino, ma era scontato visto che abbiamo ampliato il concetto di debito.

Una considerazione generale: tutti i quozienti finanziari possono essere definiti in diversi modi, non c'è una legge che dice come dovrebbero essere definiti. Fate dunque attenzione: non accettate nessun quoziente finanziario prima di avere capito il modo in cui è stato calcolato.⁴

Copertura degli interessi Un'altra misura della leva finanziaria è il grado in cui gli interessi sono coperti dall'utile al lordo degli interessi e delle imposte (reddito operativo o EBIT). Nel caso di Executive Paper:⁵

$$\begin{aligned}\text{copertura degli interessi} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{interessi}} = \\ &= \frac{166.7}{42.5} = 3.92\end{aligned}$$

Il risultato è positivo, le banche infatti si sentono tutelate quando la copertura degli interessi è almeno superiore a 2. Abbiamo più volte detto che gli ammortamenti sono un costo ma non un'uscita. Supponete per questo di raggiungerli all'EBIT, ottenendo in questo modo l'EBITDA (margine operativo lordo), cioè gli utili al lordo degli interessi, imposte, ammortamenti e accantonamenti. Potremmo poi calcolare una copertura degli interessi sulla base della capacità di un'impresa di produrre flussi di cassa:

$$\begin{aligned}\text{cash coverage ratio} &= \frac{(\text{EBIT} + \text{ammortamenti})}{\text{interessi}} = \\ &= \frac{(166.7 + 55.3)}{42.5} = 5.22\end{aligned}$$

⁴ Parlando, per esempio, ancora di rapporto di indebitamento, potremmo sottrarre alla somma fra debito a breve e debito a lungo le attività liquide assimilabili alla cassa, arrivando così a quantificare quella che nel gergo della finanza viene chiamata "posizione finanziaria netta".

⁵ Il numeratore del "rapporto di copertura degli interessi" può essere definito in vari modi. A volte il numeratore è semplicemente costituito dagli utili netti più gli interessi, vale a dire dagli utili al lordo degli interessi, ma al netto delle imposte. Quest'ultima definizione ci sembra priva di senso, poiché la ragione principale per cui si calcola il rapporto di copertura degli interessi è la valutazione del rischio che l'azienda non disponga di liquidità sufficiente per pagare gli interessi sui suoi debiti; ma se l'EBIT è inferiore all'ammontare degli interessi passivi, l'impresa non deve più preoccuparsi delle imposte: gli interessi, infatti, vanno liquidati prima del pagamento dell'imposta sul reddito.

■ Copertura degli interessi
Reddito operativo più ammortamenti diviso interessi passivi.