

# PROBLEMI DI AGENZIA



**Dr. Emilio Tomasini & Associates**

Professore a contratto di Finanza Aziendale Università di Bologna

12

<http://www.unibo.it/docenti/emilio.tomasini>

# PROBLEMI DI AGENZIA

Azionisti = Principal

Manager = Agent

*Chi controlla  
l'impresa? Gli  
azionisti o i manager ?*



L'AGENTE IMMOBILIARE A COSA MIRA ? UNA  
ALTA PARCELLA OPPURE ...  
C'È UN CONFLITTO DI INTERESSI CON IL  
CLIENTE



# PROBLEMI INFORMATIVI

- ❑ Previsioni coerenti: dovendo analizzare molti progetti il top management manca del tempo e delle informazioni relative al dettaglio del progetto e deve delegare
- ❑ Riduzione delle distorsioni in fase di previsione: il top management vede la foresta ma non gli alberi (costruire fabbrica vicino manodopera)
- ❑ Molti investimenti non compaiono nel budget di capitale (R&S, formazione, etc.)
- ❑ Le piccole decisioni si sommano e producono grandi risultati: piccoli sprechi portano ad un grande spreco



# INCENTIVI E PROBLEMI DI AGENZIA

- ❑ Riduzione dello sforzo: il lavoro è faticoso ....
- ❑ Benefici privati: macchine, viaggi e ristoranti ...
- ❑ Costruzione di imperi: la crescita da piccola impresa a grande impresa non necessariamente è a Van positivo
- ❑ Entrenching investment: il management decide di svolgere ruoli adatti al suo profilo professionale
- ❑ Rinuncia al rischio: se solo remunerazione fissa perché rischiare di perdere il posto caldo sulla «cadrega» (dialetto milanese) ?



# INCENTIVI

- ❑ No input (timbrare il cartellino) solo output
- ❑ Monitoraggio – Esaminare l'operato dei manager e fornire incentivi per massimizzare il valore dell'impresa per gli azionisti.
- ❑ Problema del free riding – Si verifica quando i proprietari fanno affidamento sull'azione altrui per il monitoraggio dell'impresa.
- ❑ Remunerazione – Come retribuire i manager in modo da ridurre i costi e la necessità del monitoring e massimizzare il valore dell'impresa per gli azionisti.

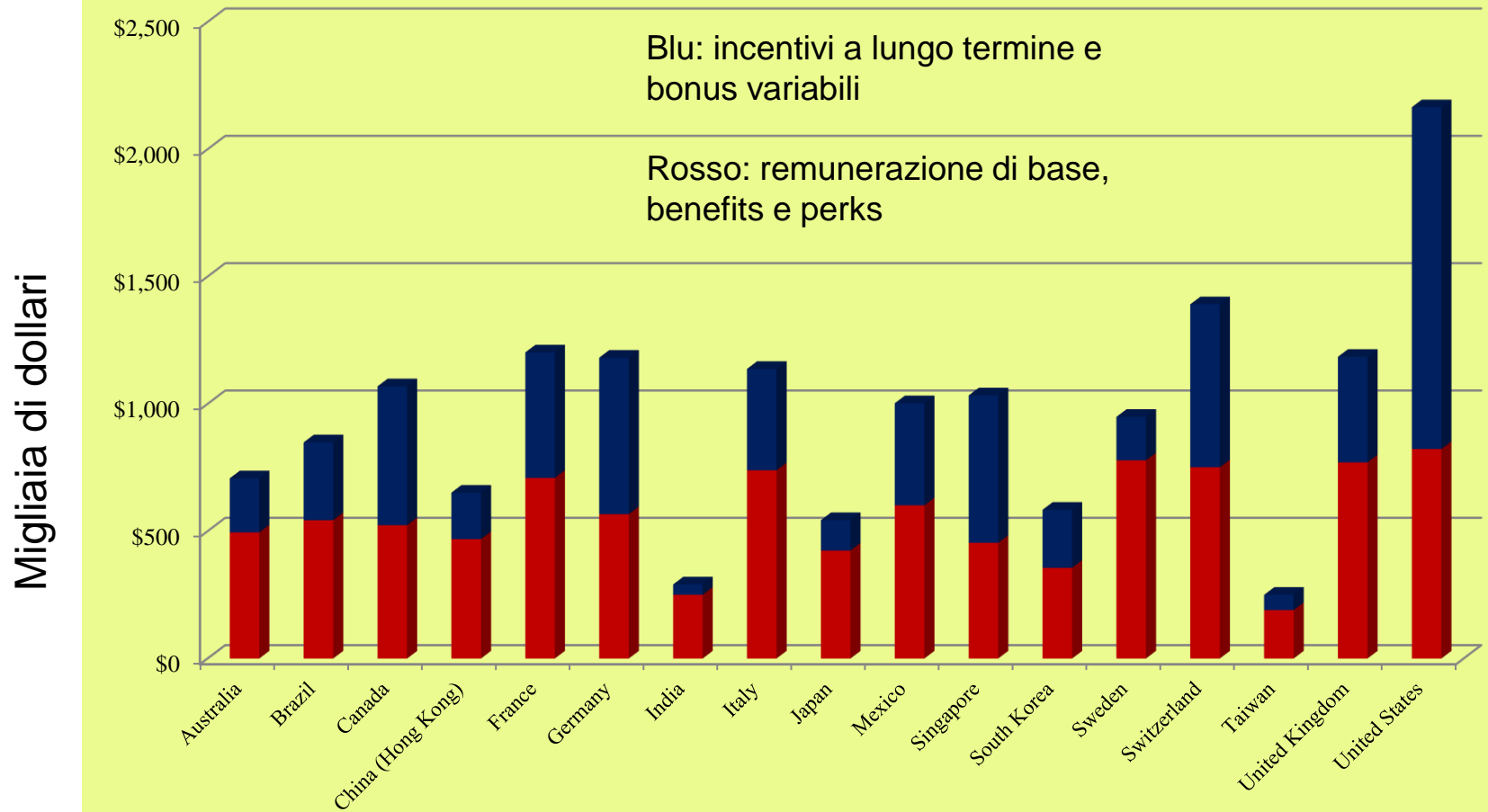


# MONITORAGGIO

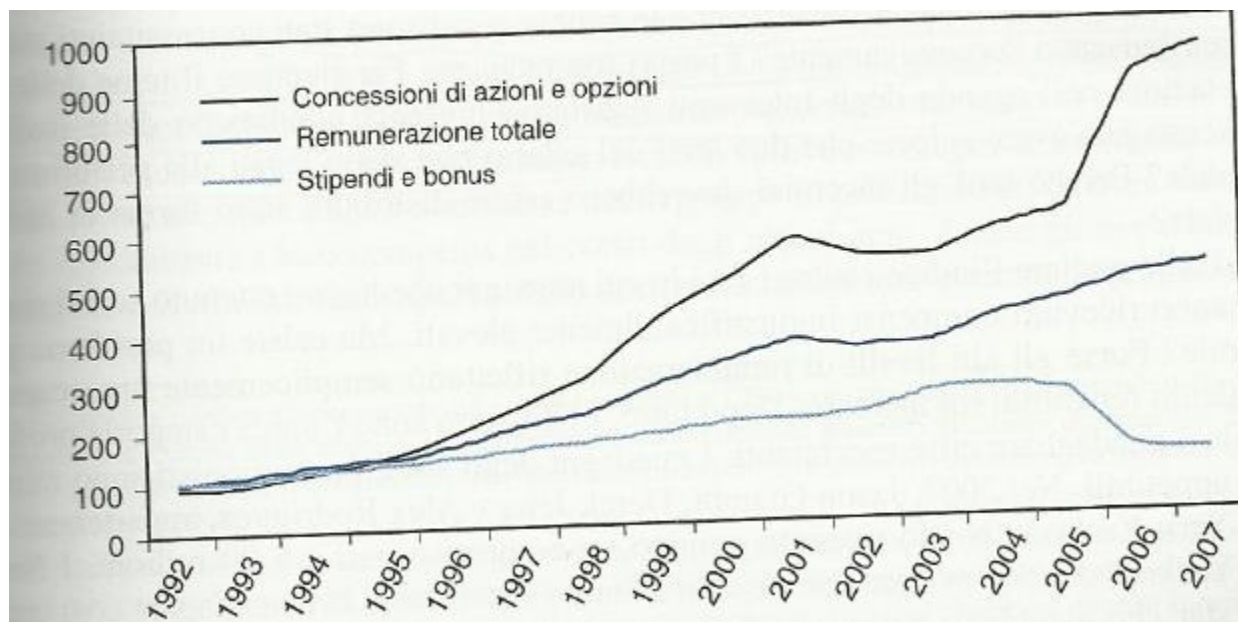
- Il monitoraggio costa tempo, sforzo e denaro: ne deve valere la candela ...
- Fa parte delle regole del gioco che i manager abbiano più informazioni sui progetti che gli azionisti: del resto se gli azionisti avessero le stese informazioni non avrebbero bisogno dei manager
- Consiglio di amministrazione
- Revisioni contabili e “qualified opinion”
- Monitoraggio delle banche



# REMUNERAZIONE DEI MANAGER (2005)







Crescita della remunerazione dei CEO negli Stati Uniti. La crescita deriva ampiamente dalle concessioni di azioni e opzioni.

Fonte: Execucomp.

# PERCHÉ ALTE REMUNERAZIONI ?

- Scarsità di talenti sul mercato
- Stretti rapporti tra CEO ed altri membri del Consiglio di Amministrazione (un club)
- Governance debole: un CEO super-pagato potrebbe essere il frutto di una governance incapace e debole piuttosto che di un talento



# INCENTIVI AI MANAGER

- Il risultato dei manager dipende anche da fattori che sono al di fuori del loro controllo
- **COMPROMESSO:** Le imprese legano le remunerazioni alle performance ma le fluttuazioni di valore dell'impresa vengono suddivise con gli azionisti. Infatti questi ultimi sopportano parte dei costi di agenzia e i manager sopportano remunerazioni che non sono legate a fattori sotto il loro controllo.



# TRE FORME DI REMUNERAZIONE PER I MANAGERS

- STOCK OPTION ( diritto non obbligo di comprare)
- AZIONI VINCOLATE per un periodo di tempo
- PREMI IN AZIONI invece di denaro



## LE STOCK OPTION HANNO 4 LIMITI:

- Non sarebbe meglio che le performance dei manager fossero misurate su una performance relativa rispetto alle imprese concorrenti o al livello dei prezzi del settore ? Che senso ha essere influenzati dall'andamento generale dell'economia e della Borsa?
- I tassi di rendimento riflettono il modo in cui le performance aziendali soddisfano tali aspettative
- Incentivi sugli utili => tentazione di manipolare il bilancio
- Alcuni piani di remunerazione incoraggiano un'eccessiva assunzione di rischio: ad esempio se i prezzi delle azioni crollano le opzioni valgono zero e i manager possono tentare il tutto per tutto perché tanto hanno già perso in partenza



# ROI = RETURN ON INVESTMENTS

- Gli azionisti vogliono che si investa in progetti a VAN positivo, vogliono che si investa solo se il tasso di rendimento è maggiore del costo opportunità del capitale. In breve non dobbiamo dimenticare nella valutazione dei progetti di investimento IL COSTO DEL CAPITALE
- Il ROI è il rapporto tra reddito operativo dopo le imposte  $\text{ebit} \cdot (1-t)$  e il valore contabile delle attività al netto degli ammortamenti (incluso il CCN). Ci sono diverse definizioni di ROI ovvero come ROC (return on capital) o ROA (return on assets) e non vi è definizione universalmente accettata (verificare se CCN dentro o fuori il calcolo)



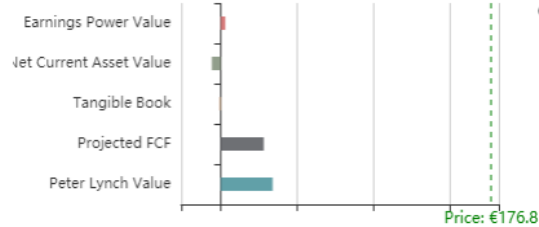
MIL:RACE (Italy) Also Trade In: Austria Germany Mexico Switzerland UK USA

**Ferrari NV € 176.8** (-0.34%) [+](#)

☆☆☆☆☆ [Vote](#)

Volume: 211,471 Avg Vol (1m): 426,334  
 Market Cap €: 43.86 Bil Market Cap \$: 52.31 Bil  
 Enterprise Value €: 45.43 Bil P/E (TTM): 64.06  
 P/B: 28.91

2 Good Signs 4 Medium Warning Signs



[Add to portfolio](#) [Email Alerts](#) [Stock PDF](#) [RSS](#) [Website](#) [Sources](#) [Download Excel](#) [Batch Download](#) [Manual of Stocks™ Web](#) [Manual of Stocks™](#) [Tutorials](#)

**Summary** 30-Y Financials Guru Trades Analysis DCF Interactive Chart Dividend Ownership Data Headlines FilingWiz Checklist Baskets Definitions

Switch Ticker [Immsi SpA](#) [Pininfarina Spa](#)

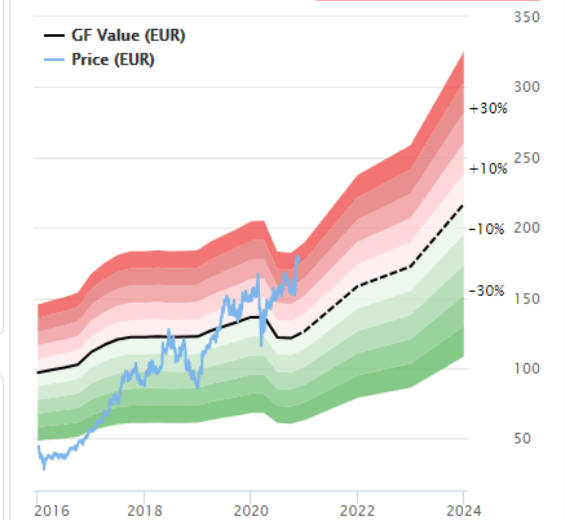
### Financial Strength 5/10

	Current	Vs Industry	Vs History
Cash-To-Debt	0.43		
Equity-to-Asset	0.25		
Debt-to-Equity	1.81		
Debt-to-EBITDA	2.48		
Interest Coverage	11.12		
Piotroski F-Score	5		
Altman Z-Score	7.64		
Beneish M-Score	-2.55		
WACC vs ROIC			

### Profitability Rank 7/10

	Current	Vs Industry	Vs History
Operating Margin %	21		
Net Margin %	15.47		
ROE %	35.37		
ROA %	9.09		
ROC (Joel Greenblatt) %	58.29		
3-Year Revenue Growth Rate	6.9		
3-Year EBITDA Growth Rate	14		
3-Year EPS without NRI Growth Rate	20.7		

### GF Value MIL:RACE Significantly Overvalued



### Warning Signs

- MEDIUM** Long-Term Debt : Issuing new debt
- MEDIUM** Price : Close to 5-year high
- GOOD** Operating Margin % : Expansion
- MEDIUM** Revenue per Share : Declined
- MEDIUM** Dividend Yield % : Close to 1-year low
- GOOD** Altman Z-Score : Strong

» MIL:RACE's Warning Signs

Financials (Next Earnings Date:2021-02-04 Est.) [Annual](#)

» MIL:RACE's 30-Y Financials

[Download/Embed](#)

# REDDITO RESIDUO ED EVA

- ❑ ROI ed EVA sono tecniche per superare gli errori della misura contabile della performance e non possono essere manovrati facilmente
- ❑ Nella valutazione della performance l'EVA non attribuisce enfasi né al capital budgeting (VAN) né ai parametri di natura contabile.
- ❑ L'EVA è maggiormente incentrato sul lungo termine perché considera **il costo del capitale rispetto alle decisioni di breve periodo legate all'utile contabile.**
- ❑ L'EVA quindi persegue più da vicino il valore dell'impresa per gli azionisti rispetto alle misure contabili (nel conto economico a livello contabile non viene considerato il costo del capitale)





# REDDITO RESIDUO ED EVA

Impianto di Quayle City (€ mil)

Conto economico		Attività	
Vendite	550	Capitale circolante netto	80
Conto del venduto	275	Proprietà, impianti, attrezz.	1170
Spese di vendita, generali e amministrative	75	Meno ammortamenti	360
	200	Investimento netto	810
		Altre attività	110
Imposte al 35%	70	Totale attività	€1.000
Reddito netto	€130		

## REDDITO RESIDUO ED EVA

Impianto di Quayle City (€ mil)

$$ROI = \frac{130}{1.000} = 0,13$$

Dato un costo del capitale = 10%

$$ROI \text{ netto} = 13\% - 10\% = 3\%$$



## REDDITO RESIDUO ED EVA

**Reddito residuo o EVA** = Ritorno netto in valore assoluto dopo aver dedotto il costo del capitale.

L'EVA permette di comprendere che ogni attività ha un suo costo di opportunità.

$$EVA = \text{Reddito residuo}$$

$$= \text{Reddito conseguito} - \text{Reddito desiderato}$$

$$= \text{Reddito conseguito} - [\text{Costo del capitale} \times \text{investimento}]$$



# REDDITO RESIDUO ED EVA

Impianto di Quayle City (€ mil)

Costo del capitale dato = 10%

$$\begin{aligned}\text{EVA} &= \text{Reddito residuo} \\ &= 130 - (0,10 \times 1.000) \\ &= +\text{€ } 30.000.000\end{aligned}$$



# PROFITTO ECONOMICO – ECONOMIC PROFIT (MCKINSEY)

**Profitto economico (Economic Profit, EP)**

= il capitale investito moltiplicato per il differenziale fra il ROI e il costo del capitale.

$$\begin{aligned} EP &= \text{Profitto Economico} \\ &= (ROI - r) \times \text{Capitale Investito} \end{aligned}$$



# PROFITTO ECONOMICO – ECONOMIC PROFIT (MCKINSEY)

Impianto di Quayle City (€ mil)

Esempio con costo del capitale al 10%

$$\begin{aligned} EP &= (ROI - r) \times \text{Capitale Investito} \\ &= (0,13 - 0,10) \times 1.000 \\ &= \text{€}30 \text{ milioni} \end{aligned}$$



# DIFFERENZA TRA ROI ED EVA

- ROI è in termini percentuali ed è facile da paragonare all'economia, ad altri settori o ad altre aziende
- L'EVA è in valore assoluto e tiene conto della dimensione assoluta dell'azienda sotto il profilo della creazione di valore per gli azionisti
- ROI ed EVA tengono conto di aspetti patrimoniali e reddituali  
**CONTEMPORANEAMENTE** mentre le sole voci di EBITDA o  $Ebit(1-t)$  no !



## COME SI MUOVE L'EVA ...

- Il manager di uno stabilimento può aumentare l'EVA attraverso:
  - a) l'incremento della redditività
  - b) **La riduzione del capitale impiegato**
- **CONCLUSIONE:** per questa ragione il sotto-utilizzo delle attività tende ad essere evitato con l'impiego dell'EVA





# PRO E CONTRO L'EVA

- ❑ + I manager sono motivati a investire solo in quei progetti che rendono più di quanto costano e non solo in quelli che rendono e basta nel breve periodo
- ❑ + L'EVA rende visibile ai manager il costo del capitale (scorte di magazzino, aumento della produzione a fine trimestre, etc.)
- ❑ + Riduce le attività impiegate perché sono una voce di costo
- ❑ – L'EVA non considera valori futuri di cash flow ma solo gli utili correnti. Non c'è capital budgeting ...
- ❑ – Premia gli investimenti sul breve periodo e ignora il valore temporale del denaro perché assume che gli utili siano costanti nel futuro che è irrealistico



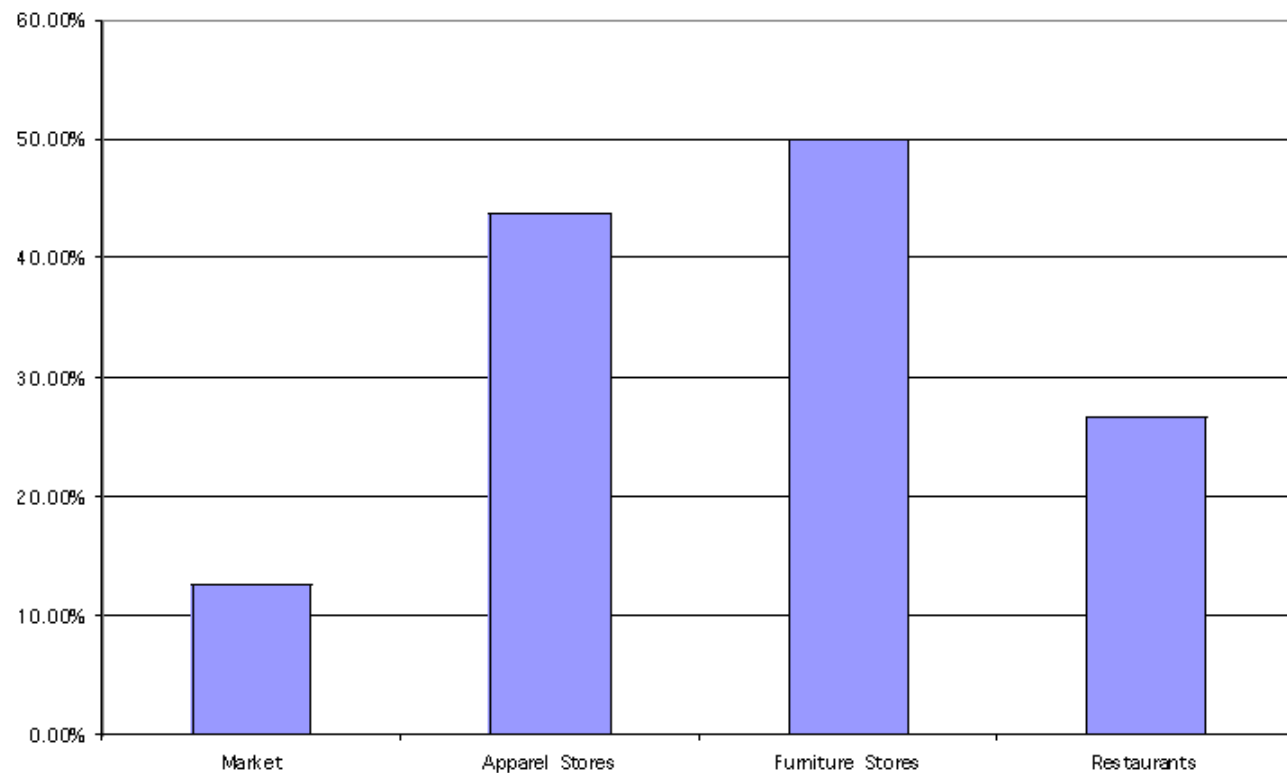
# PER L'EVA (E PER LA FINANZA) IL BILANCIO DEVE ESSERE RICLASSIFICATO

- Chi fa finanza aziendale deve uscire dalla logica contabile che è indirizzata ad un fine preciso: tinteaggiare il quadro delle attività e del flusso di redditi aziendali **in maniera oggettiva** (per il fisco, per la ripartizione dei redditi tra soci, per la tutela dei creditori, etc.)
- La logica di chi fa finanza aziendale è diversa e ha altri fini (massimizzazione del valore aziendale) e procede attraverso delle **stime del valore**.
- Per questo ai fini EVA alcune voci del bilancio che appaiono nella loro natura contabile debbono essere trasformate nella loro natura «finanziaria»: **tra queste gli affitti che in realtà sono dei debiti e le spese di Ricerca e Sviluppo che sono capitale.**

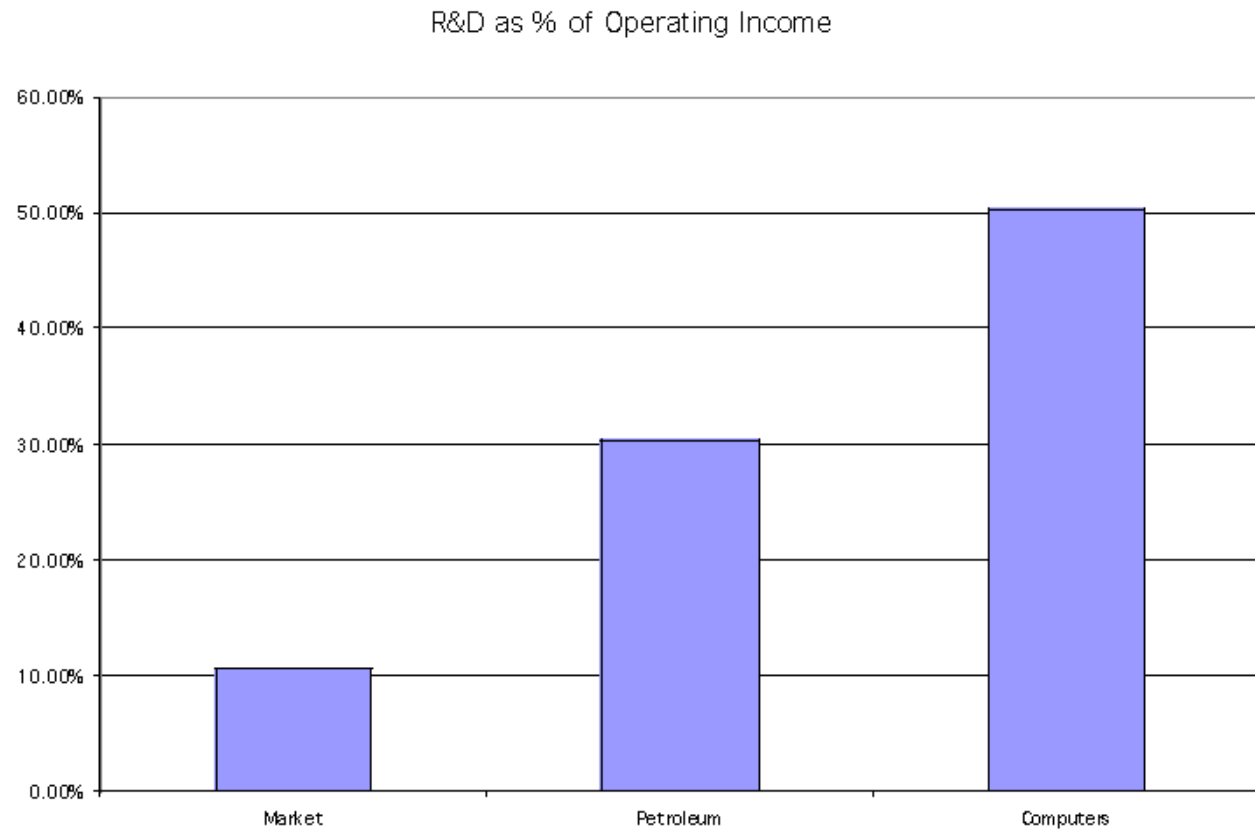


# AFFITTI = DEBITO

Operating Lease expenses as % of Operating Income



# R&D = CAPITALE SOCIALE



# COME LA RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO IMPATTA EVA E ROI

- Se Ricerca & Sviluppo diventano capitale sociale allora aumenta il passivo e quindi aumenta l'attivo e se aumenta il denominatore ecco che il ROI diminuisce
- Se gli affitti diventano debito aumenta il passivo e se aumenta il passivo aumenta anche l'attivo (visto che come ricordiamo  $\text{attivo} = \text{passivo}$ ) e quindi aumenta il denominatore del ROI ...
- ESEMPIO: la Felsinea Informatica SRL ha un capitale sociale di 1000 euro e ha utili per 10.000. Un successo imprenditoriale ? No, bisogna capitalizzare 3 anni di Informatica per il Management per capire quale sia il capitale sociale vero e proprio ...



# IL REDDITO CONTABILE E IL REDDITO ECONOMICO

- **Una azienda che è contabilmente in pari risulta essere in perdita secondo l'EVA perché nel bilancio non viene dedotto il costo del capitale**
- Ancora: una azienda in utile contabile non è detto che sia in pareggio per l'EVA in quanto nessuno può desumere dal bilancio l'impatto del costo del capitale sulla redditività aziendale
- **CONCLUSIONE: niente conduce più lontano dalla «verità» contabile quanto non lo faccia l'EVA**

