

POLITECNICO DI TORINO



Mercati, Rischi e Strumenti Finanziari

Professori

Prof. Enrico LUCIANO

Studente

Emanuele MICHELETTI

Secondo Semestre 2022

Indice

1	Introduzione	1
1.1	Descrizione del corso	1
1.2	Risultati attesi	1
1.3	Lezioni	2
1.4	Libri	2
1.5	Esame	2
1.6	Introduzione	2
1.6.1	Strategy Finance	2
1.6.2	Leva Finanziaria	3
1.6.3	BCG's Growth Matrix	4
2	Struttura del mercato finanziario e Macro Finanza	6
2.1	Mercato finanziario	6
2.1.1	Operatori e intermediari finanziari	8
2.1.2	Cluster del mercato finanziario	9
2.2	Banche	10
2.3	Macro finanza	11
3	Valutazione bilanci aziendali	13
3.1	Introduzione e standard contabili	13
3.2	Documenti principali di un bilancio	13
3.2.1	Principi fondamentali	14
3.2.2	Income Statement o Conto Economico	14
3.2.3	Balance Sheet o Stato Patrimoniale	17
3.3	Rivalutazioni e Impairment	19
3.4	Debito: principi contabili	20
3.5	Indici e misuratori di performance aziendali	23
3.5.1	Indici di ritorno degli investimenti	23
3.5.2	Indici di liquidità	24
3.5.3	Indici di assorbimento del capitale	25
3.5.4	Indicatori di capacità finanziaria o di resilienza	26

3.5.5	Effetto Leva	26
3.5.6	Riepilogo indicatori più importanti	27

Capitolo 1

Introduzione

1.1 Descrizione del corso

Impresa nell'ottica dell'amministratore delegato.

- Contesto applicativo: finanza nell'ambito della strategia
- Le tecniche: strumenti contabili chiave
- Private capital, private equity, private debt, differenze con il venture capital
- Casi reali

1.2 Risultati attesi

1. Capacità di comprendere opportunità e limiti per ottenere finanziamenti
2. Capire come pensa la banca nel concedere o meno finanziamenti
3. Capire da bilancio se c'è qualcosa che non va
4. Conoscenza degli intermediari a livello pratico
5. Strumenti di finanziamento equo
6. Capacità di formulare un piano finanziario e di leggerlo
7. conoscenza del mondo del private capital e delle forme diverse
8. Applicazioni

1.3 Lezioni

Le lezioni saranno frontali con l'aggiunta di diversi workshop

1.4 Libri

Il libro consigliato fondamentale è *Berk, De marzo, Corporate Finance V edition*

1.5 Esame

Scritto di 2 ore + orale facoltativo ± 3 punti.

4-5 domande + esercizi numerici + domande aperte.

1.6 Introduzione

Corporate Finance si occupa essenzialmente di 3 cose:

1. Decisioni di finanziamenti
2. Decisioni di finanziamenti
3. Ripartizione di utili

Noi ci occuperemo principalmente dei primi due Casi

La financa aiuta fornendo degli strumenti in un linguaggio internazionale, utili a capira la bontá di investimenti etc. etc.

i.e. un esempio di strumenti è il *NPV* ovvero il *Net Present Value* o *Valore Attuale Netto*, utile per capire il valore attuale di investimenti futuri.

1.6.1 Strategy Finance

Parallelamente si parlerá di *Strategy Finance*:

1. Determinare il Current Value
2. Identificare le opportunità per incrementare le operazioni finanziarie efficienti
3. Determinare quando qualche business deve essere ceduto
4. Identificare potenziali acquisizioni e altre iniziative per stimare l'impatto sul valore
5. Stimare come il valore delle imprese può essere accresciuto attraverso cambiamenti della struttura del capitale

1.6.2 Leva Finanziaria

Occorre comprendere bene il concetto di *leva finanziaria* in ambito di finanziamenti.

i.e. Il caso di una società che vuole acquisire un immobile che costa 100K, gli scenari possibili sono due:

1. 100% equity:

l'impresa usa 100k di equity per acquisire l'immobile, si presentano quindi due casi a confronto:

Upside Scenario: Valore dell'immobile sale a 130k, il guadagno è quindi di 30k, con un incremento del 30% dall'inizio

Downside Scenario: Valore dell'immobile scende a 70k, la perdita è quindi di 30k, con un decremento del -30% dall'inizio.

2. 50% equity, 50% debt:

l'impresa usa 50k di equity e si indebita con una banca di altri 50k per acquisire l'immobile, si presentano quindi due casi a confronto:

Upside Scenario: Valore dell'immobile sale a 130k, rimborsiamo 50k alla banca, rimaniamo con 80k, il guadagno è di 30k su 50k, quindi del 60%

Downside Scenario: Valore dell'immobile scende a 70k, rimborsiamo 50k alla banca, rimaniamo con 20k, la perdita è di 30k su 50k, quindi del -60%

È chiaro quindi come ricorrere al debito sia come finanziare un progetto con una leva, sia in positivo con un incremento dei guadagni (o riduzione dell'investimento personale), sia in negativo con un incremento delle perdite

Nel caso di alti costi fissi il debito è pericoloso perchè i costi rimangono invariati anche in caso di discesa, ed essendo in leva potrebbe non essere sostenibile.

1.6.3 BCG's Growth Matrix

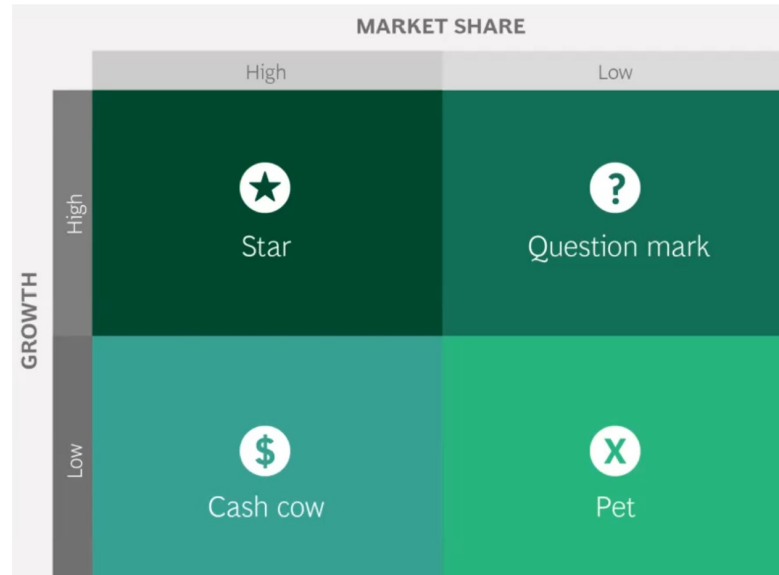


Figura 1.1: BCG's Growth Matrix

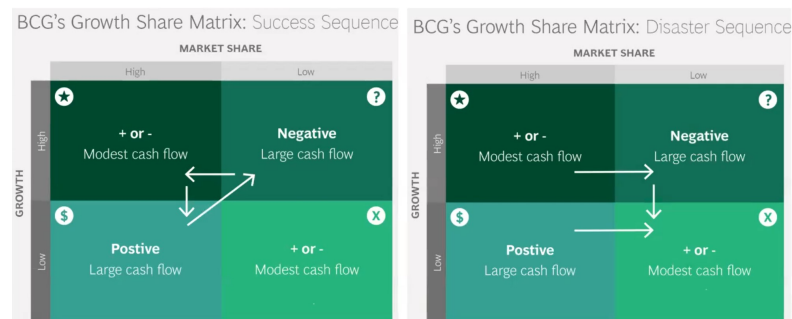


Figura 1.2: Esempio di cicli positivi (a sinistra) e cicli negativi (a destra)

Per questo motivo nelle Startup Innovative non si ricorre mai o quasi mai al debito, essendo progetti ad alto rischio, la probabilità di scontrarsi con una leva negativa sono molto alte.

In una situazione di *Cash Cow* ha senso indebitarsi, questo perchè con una quasi-sicurezza Coca Cola continuerà ad andare bene in modo costante. Chi fa Private Equity punta sulle *Cash Cow* per il concetto di leva finanziaria sopra citato.

Golden Rule

Teorema 1 *Bisogna guadagnare abbastanza da un business per pagare il costo del capitale*

Sembra scontato ma non lo è affatto, Alitalia non è mai riuscita a rispettare questa regola e nemmeno i piccoli commercianti riescono a rispettarla, loro però riescono a sopravvivere perchè l'imprenditore, che solitamente è quasi sempre da solo, apporta lavoro proprio sottovalutandolo.

Life Cycle di un'impresa, modello startup

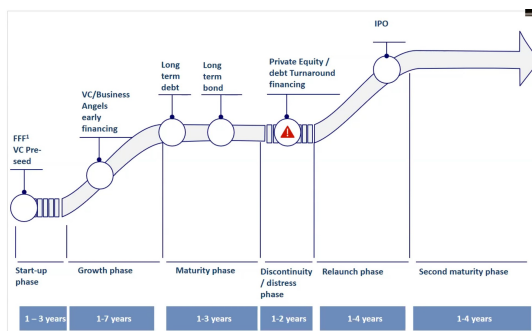


Figura 1.3: Life Cycle investimenti

	Founder, FFF	Other partners	Business Angels	Private Equity - VC	Banking system	Financial Markets
Idea generation				These sources are not right for the company		
Startup				Risk too high for banks		
Early Growth						
Mature Age						
Expansion						
Crisis or decline	Back to them					

Figura 1.4: Sorgenti di finanziamento

Capitolo 2

Struttura del mercato finanziario e Macro Finanza

2.1 Mercato finanziario

Struttura fondamentale del sistema economico che fa delle differenze fondamentali dal mercato standard. Ad oggi è ormai assodata l'importanza del mercato finanziario (i.e. sanzioni alla Russia per la guerra in Ucraina). Un esempio è la nazionalizzazione del canale di Suez da parte di Nasser in Egitto. La nazionalizzazione del canale è stato un primo esempio di sanzione finanziaria mai perpetrata da uno stato.

In un mercato finanziario ideale:

- Non ci sono costi di transazione
- Non ci sono tasse
- Tutte le attività sono infinitamente divisibili, senza oneri
- Tutti gli operatori hanno accesso simultaneamente alle stesse informazioni
- La possibilità di prestare risorse ed indebitarsi sono illimitate per chiunque e avvengono allo stesso tasso di interesse.

Un moderno sistema finanziario svolge varie funzioni:

1. Facilita l'allocazione di risorse da operatori in surplus a operatori in default
2. Determina i prezzi (tassi di interesse e quotazione) a cui avvengono gli scambi
3. Fornisce la liquidità e commerciabilità ai titoli scambiati. La liquidità misura quanto valore è perduto nella transazione che trasforma il titolo in denaro

4. Gestisce la ripartizione ed il trasferimento dei rischi
5. Fornisce la gestione dei pagamenti
6. Raccoglie elabora e diffonde informazioni sulla società

Si considera il mercato come un aggregatore di informazioni.

Ci sono 3 categorie fondamentali di operatori finanziari:

- *Hedgers*: si corrono dei rischi grazie al mercato finanziario
- *Arbitraggi*: vivono sulle inefficienze di breve periodo
- *Speculatori*: coloro che non hanno rischi ma che li cercano per poterci guadagnare

Struttura base della morfologia del mercato finanziario

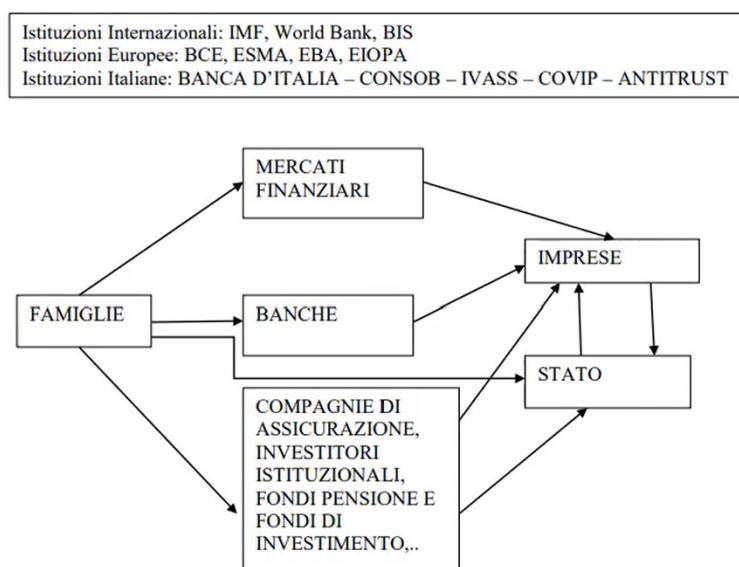


Figura 2.1: Struttura del mercato finanziario

Con le inefficienze si spiegano l'esistenza delle banche e degli intermediari, perchè gli individui, recandosi in banca, delegano loro il rischio di credito e di altri rischi

Per quanto esistano gli intermediari finanziari che cercano di diversificare i rischi

Sistema bancario ombra: intermediari che svolgono attività bancaria senza una regolamentazione

2.1.1 Operatori e intermediari finanziari

Internazionali

Nel 1941 la carta atlantica disegna il mondo del dopoguerra, il motivo per la stipulazione di questo trattato è il sospetto che gli inglesi volessero ingrandire il loro impero coloniale. Viene così formalmente fondato l'ONU.

Dall'ONU nascono il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale:

- *Banca mondiale*: Banca che finanzia infrastrutture in paesi in via di sviluppo
- *Fondo Monetario Internazionale*: Fondo per aiutare gli stati in difficoltà ma sotto determinate condizioni abbastanza stringenti. Assistenza a paesi che hanno bisogno di aiuto nella tenuta di fondi pubblici come la Troika ¹. Il Fondo Monetario Europeo non donava denaro ai bisognosi ma imponeva stringenti condizioni (approfondire il Washington consensus ²)
- *BIS*: Coordina gli sforzi degli intermediari finanziari, il compito ora quello di gestire gli scambi internazionali. Andata avanti fino all'immediato secondo dopoguerra, i norvegesi chiesero di eliminare il BIS perchè accusata di detenere e nascondere ricchezze naziste e riciclare denaro sporco. Roosevelt era favorevole alla sua eliminazione, gli inglesi no per motivi ignoti, ebbero la meglio gli inglesi e l'istituzione non fu sciolta

Europei

- *BCE*: Banca Centrale Europea, prende decisioni per politica monetaria nell'area €
- *EBA*: European Banking Authority, utile per le banche che non aderiscono all'euroarea. Con la BREXIT ha perso molta importanza, regolava principalmente le due monete principali, € e £. Perdendo il suo compito si è inventata un nuovo ruolo: stress test e interpretazione delle irregolarità
- *ESMA*: coordina le autorità della "CONSOB" dei vari paesi
- *EIOPA*: si occupa della vigilanza sui fondi pensione

¹[https://it.wikipedia.org/wiki/Troika_\(politica_europea\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Troika_(politica_europea))

²https://it.wikipedia.org/wiki/Washington_consensus

Nazionali (Italiani)

- *Banca d'Italia*: Vigila sulle piccole banche nazionali e segue le direttive della banca centrale, il suo obiettivo è la *Stabilità* del sistema bancario, cosa spesso in contrasto con la competizione tra le banche
- *IVASS*: Si occupa della regulation delle assicurazioni, è una decisione della banca d'Italia
- *COVIP*: Vigila sui fondi pensione nazionali
- *ANTITRUST*: Efficienza e concorrenza sul mercato bancario
- *CONSOB*: La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è l'ente rivolto alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano ³

2.1.2 Cluster del mercato finanziario

- *Ufficiale*: i contratti scambiati sono identici tra di loro, i costi di transazione sono minimizzati e molto bassi, ci sono degli intermediari che garantiscono la solvibilità
- *Over the counter*: i contratti scambiati non sono standard ma creati ad hoc, l'ingegneria finanziaria ha avuto grandissimo sviluppo in questo tipo di mercato, le possibilità di guadagno sono infatti molto alte. La banca lavora direttamente con un cliente e crea contatti misurati direttamente sui suoi bisogni, a differenza del mercato ufficiale, in questo mercato c'è il *rischio di controparte*⁴. L'Over the Counter è un mercato che può servire anche come protezione per esempio per quei mercati stagionali, come alternativa all'investimento diretto:

Investimento diretto: per proteggersi l'azienda acquista un'altra azienda o una parte di essa, in modo da avere introiti anche nel campo in cui è più debole

Derivato Ad Hoc: anziché acquistare direttamente un'azienda si può creare un derivato che quell'azienda come sottostante

Esistono due tipi di Intermediari nel mercato ufficiale:

³<https://www.consob.it/>

⁴Il pericolo che il soggetto con cui è stato firmato il contratto si dimostri inadempiente, disattendendo i tempi e le modalità previste dal contratto stesso

- Broker: Riceve gli ordini e li trasmette direttamente sul mercato, guadagna una commissione sull'entità dello scambio, si tratta quindi di un intermediario puro
- Dealer: ha un magazzino titoli e quando un cliente si rivolge al dealer, il dealer si rivolge prima al suo magazzino titoli mettendo in comunicazione diretta due clienti, in caso in cui non si trovi la controparte allora si rivolge al mercato, il suo guadagno è dato dalla differenza di prezzo

È importante notare come il mercato più efficiente sarebbe quello popolato da Broker, che non hanno obiettivo speculativo sulla singola transazione e non hanno potere di fissare un prezzo, i prezzi sono quindi dati dal mercato, se invece il mercato fosse popolato solamente da Dealer allora il prezzo sarebbe deciso da loro in una sorta di oligopolio e sarebbe imprevedibile.

2.2 Banche

Sono l'intermediario più importante, nessun sistema finanziario può fare a meno di questa istituzione. È sufficiente pensare alle banche dal punto di vista del bilancio:

i *depositi* sono:

gli *impieghi* sono:

- | | |
|-----------------------------|-------------------------|
| • Di piccolo importo | • Di grande importo |
| • A breve termine o a vista | • A medio-lungo termine |
| • Liquidi | • Illiquidi |
| • Certi | • Rischiosi |

Quindi la funzione della banca è quella di trasformare strumenti finanziari a breve termine in strumenti a lungo termine, di piccolo importo in strumenti di grandi capitali, strumenti certi a rischiosi, per questi motivi e altri la banca è l'infrastruttura più importante del mondo finanziario.

Bank Run: è quel fenomeno finanziario-sociale che si manifesta con la corsa agli sportelli di moltissimi individui, quando le fragilità della banca passano dall'essere statisticamente indipendenti all'essere correlate.

La banca è, in generale, una struttura estremamente fragile che va protetta poichè gestisce direttamente il risparmio delle famiglie.

Il fallimento di una banca ha effetti negativi molto peggiori rispetto al fallimento di un'impresa industriale. L'asset principale non sono i soldi ma è la *fiducia*. L'obiettivo è evitare ad ogni costo il default delle banche, molto spesso l'errore è dei banchieri, bisognerebbe salvare le banche senza salvare i banchieri, non condannare entrambi a prescindere.

Si è istituito, per la tutela dei risparmi, il *Fondo Interbancario dei Depositi* che ha l'obiettivo di evitare il *Bank Run*, quando un *Bank Run* si verifica l'intero sistema economico ne risente e rischia di avere conseguenze disastrose.

La banca ha essenzialmente 3 funzioni principali:

- Gestisce il sistema dei pagamenti
- Crea moneta bancaria: è l'unico intermediario che ha la possibilità di compiere questa attività

Tipologie di rapporti con le banche

Ci sono due tipologie principali di rapporti che un cliente inteso come impresa può avere con una banca:

- *Transaction Banking*: è il caso delle banca italiana intesa nel suo insieme, molte imprese hanno rapporti con molte banche, tutti i rapporti sono di poca entità. Non si hanno rapporti privilegiati con le banche, si mettono le banche in concorrenza tra di loro. Se le banche fiutano un problema riguardo ad una specifica impresa non ne fanno pubblicità, cercano infatti di ritirarsi il più velocemente possibile da qualsiasi rapporto contrattuale con lui. Il sentimento principale è quindi quello della reciproca sfiducia, ognuno fa i suoi interessi senza fidarsi della controparte, è un rapporto basato sulle garanzie
- *Relationship Banking*: Ogni impresa ha rapporti molto approfonditi con una sola banca di riferimento che conosce a fondo la società, le banche fanno dei sacrifici per aiutare le imprese, c'è una connessione di lungo periodo tra l'impresa e la banca

2.3 Macro finanza

La crescita economica è funzione della struttura finanziaria? Quale struttura è più efficiente: quella *Bank Oriented* oppure quello *Market Oriented*?

Non c'è una risposta univoca, è opinione comune che il fattore più importante, a prescindere dalla politica bancaria, è quello della *Stabilità*.

Non ci sono ruoli alternativi tra mercati e intermediari ma è chiaro che gli intermediari sono i primi a intervenire durante uno sviluppo, cosa che ovviamente la borsa non fa.

È però importante capire che intermediari e mercato devono andare insieme ed essere considerati di pari passo.

Attualmente il sistema finanziario è molto in crescita come dal grafico:

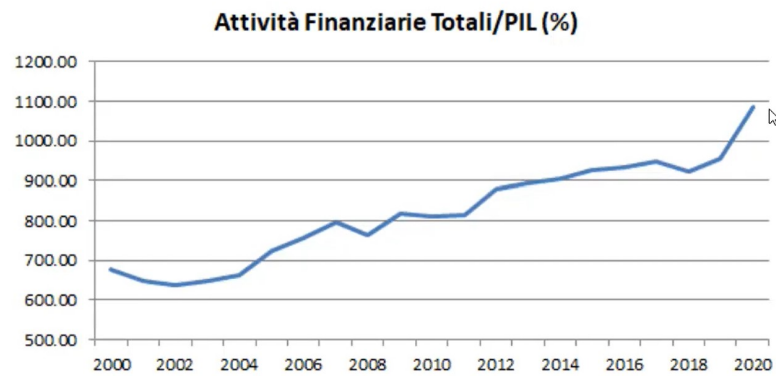


Figura 2.2: Andamento del sistema finanziario globale

In Italia la borsa ha un ruolo decisamente secondario. La banca è il principale finanziatore esterno di imprese, soprattutto quelle minori. Si tratta inoltre di un rapporto, nello specifico, di tipo *Transaction Banking*.

Capitolo 3

Valutazione bilanci aziendali

3.1 Introduzione e standard contabili

Verrá effettuato un approfondito e un ripasso del conto economico, dello stato patrimoniale e dei cash flow, soprattutto da un punto di vista operativo reale.

Ci sono due tipologie di standard contabili:

- IAS: International Accounting Standard, utilizzato in italia dalla maggior parte delle aziende
- GAAP: Utilizzato nei bilanci americani

Saper leggere un bilancio è utile in qualunque campo, da stakeholder esterno o anche per coloro che sono in fase produttiva. In questo corso ci si occuperá di redigerlo ma solamente di interpretarlo.

Il software da utilizzare è AIDA¹, utile soprattutto nel contesto italiano dove la maggior parte delle aziende non sono quotate, AIDA funziona come un motore di ricerca, si possono scaricare bilanci sia in formato excel sia in formato PDF. Contiene informazioni che non si limitano ai 3 documenti del bilancio ma comprende anche elementi aggiuntivi.

3.2 Documenti principali di un bilancio

Dentro un bilancio ci sono 3 documenti:

- *Income Statement*: Conto economico

¹<https://aida-bvdinfo-com.ezproxy.biblio.polito.it/>

- *Balance sheet*: Stato patrimoniale
- *Cash Flow*: questo documento è meglio ricavarlo da una rielaborazione dei primi due documenti

3.2.1 Principi fondamentali

1. *Accrual Principle*: viene contabilizzato il ricavo o il costo, non nel momento in cui avviene il movimento di denaro ma nel momento dell'emissione della fattura, questo principio è il cosiddetto *Principio della Competenza Economica*, in contrapposizione con il *Cash accounting* dove viene contabilizzato il movimento di denaro, nei bilanci non si usa questo principio.
2. Gli assets che si comprano per fare business, i cosiddetti *CAPEX*² non vengono registrati nel conto economico per intero ma solo per la parte di competenza dell'anno corrente redigendo un *piano di ammortamento*
3. *Capital Gain*³ e *Write Offs*⁴ si manifestano quando si vende un asset ad un prezzo diverso dal valore contabile, quindi diverso dal valore iscritto in bilancio

3.2.2 Income Statement o Conto Economico

Occorre fare una riclassificazione del conto economico per poterlo interpretare in maniera corretta:

²contrazione da CAPital EXpenditure, cioè le spese in conto capitale: indica in economia aziendale l'ammontare di flusso di cassa che una società impiega per acquistare, mantenere o implementare le proprie immobilizzazioni operative, come edifici, terreni, impianti o attrezzature

³Plusvalenza

⁴Minusvalenza

Value of production (top line): Sales (revenues) from recurring activity and other sales + variations in stock inventory			
First margin = Sales – COGS (Cost of Good Sold) or Sales – Raw Materials			
Operating costs (Personnel, G&A, services)			
EBITDA (aka operating margin) measures the operating performance of the company, with all direct and indirect costs: if it's negative, it is a problem...			
Depreciation and amortization includes non-monetary expenses related to assets "yearly consumption"			
EBIT (aka Net operating margin)			
Provisions are future expected expenses (debt)			
Financial activity, does not include debt principal repayment, only interest			
Capital gains / Write downs occur when an asset/liability is sold or revalued at a value different from the one previously recorded in the balance sheet ("Plus/Minus-valenza")			

P&L	2019	2020
Sales	239.4	301.9
Other revenues	16.8	13.8
Variations	-	-
Value of production	256.3	315.7
YoY growth %	3%	(24%)
Raw materials	(159.3)	(120.4)
First margin	96.9	195.3
Margin (% Value of production)	38%	62%
Personnel	(43.7)	(34.2)
Services	(53.2)	(44.4)
Other costs	(3.7)	(3.3)
EBITDA	(3.7)	(6.4)
Margin (% Value of production)	(1%)	(3%)
D&A	(5.8)	(5.9)
EBIT	(9.6)	(12.5)
Margin (% Value of production)	(4%)	(6%)
Provisions	(0.1)	-
Financial income	0.4	0.3
Financial expenses	(0.4)	(0.5)
Net income / (loss) on exchange rates	0.4	1.0
Capital gains / (write downs)	(5.8)	(1.8)
Extraordinary income / (costs)	0.0	-
EBT	(15.1)	(13.5)
Margin (% Value of production)	(6%)	(7%)
Taxes	0.1	-
Net income	(15.0)	(13.5)
Margin (% Value of production)	(6%)	(7%)

Figura 3.1: Riclassificazione Income Statement

<i>EBITDA</i>	= Operative Margin: metrica di riferimento, se negativa significa che l'azienda, considerando solo costi del personale, dei servizi e delle materie prime è già in perdita
<i>EBITDA</i>	= Net Operative Margin: parte dall'EBIT e considera anche gli ammortamenti ovvero gli investimenti (CAPEX)
Financial Expenditures / Income	= rappresentano gli interessi, il resto è considerato solo nel Balance Sheet
<i>EBIT</i>	= Il risultato operativo prima di considerare le tasse

Il flusso è quindi il seguente:

1. viene pagato il business, cioè il D&N con l'EBITDA
2. Si pagano i creditori con l'EBIT
3. Si pagano le tasse con l'EBT
4. Si pagano i dividendi con il Net Income

È possibile avere tasse da pagare anche in presenza di un EBT negativo, questo per via dell'IRAP, in Italia questa imposta è contestata perchè affossa le aziende che già presentano un EBT negativo

3.2.3 Balance Sheet o Stato Patrimoniale

Riclassificato

Balance Sheet
€m
Property, plant & equipment
Intangible assets
Financial assets
[A] Fixed assets
Inventory
Receivables
Payables
Pre-payments
[B1] Operating working capital
Other assets
Other liabilities
[B2] Other current assets / (liabilities)
[B] Net working capital
Severance pay fund
Other funds
Other non current assets / (liabilities)
[C] Total other non current
[A+B+C] Net invested capital
Cash
Bank debt (<12 months)
Bank debt (>12 months)
Other debt (<12 months)
Other debt(>12 months)
Net financial positions
<i>NFP/EBITDA</i>
Equity (including shareholders' loan)
Total sources

Asset o fonti (Attivo):

- Fixed Asset (convertiti in cash >12 mesi):
 - PPE: Properties, Plants and Equipments
 - Intangible Items: Goodwill^a
 - Financial Asset
- Current Assets (convertiti in cash <12 mesi):
 - Crediti commerciali
 - Inventario
 - Financial Assets
 - Cash

^aAvviamento

La parte delle Liabilities a *Lungo termine* prende il nome di *Capital Employed*

Liabilities o impieghi:

- Equity:
 - Stocks
 - Riserve
 - Utile non redistribuito
- Long term debts:
 - Debiti bancari
- Short term debts:
 - Debiti con banche a breve
 - Debiti commerciali

Equazione fondamentale del Balance Sheet

Teorema 2 $Assets = Liabilities$

Esempi

1. Ricevo fattura di 2k€

Asset o fonti (Attivo):

Liabilities o impieghi:

- + Liabilities: +2k€
- Shareholder Equity: -2k€

2. Finanziamento 4M€

Asset o fonti (Attivo):

+Cash: +4M€

Liabilities o impieghi:

- Debito: -4M€

3. Vendo per 5M€

Asset o fonti (Attivo):

- Fixed Asset: -10M€
- + Cash: +5M€

Liabilities o impieghi:

- Shareholder Equity: -5M€

4. Chiudo l'anno in perdita

<i>Asset</i> o fonti (Attivo):	<i>Liabilities</i> o impieghi:
- Fixed Asset: -10M€	- Shareholder Equity: -5M€
+ Current assets o cash: 0M€	+ Debt: +15M€

3.3 Rivalutazioni e Impairment

Definiamo il *Carrying Amount* come il valore dell'asset dell'acquisizione meno il deprezzamento. È importante avere l'attivo realmente valutato perchè rappresenta il limite per richiedere il debito

Gli Assets si rivalutano grazie all'*IAS 36 Impairment*, un contabile esterno si occupa di questo, rivalutando tutte le voci dell'attivo alla fine dell'anno. Le aziende quotate pubblicano i bilanci ogni trimestre con 1-2 mesi di sfasamento, quelle non quotate anche con 6 mesi di ritardo rispetto alla fine dell'anno. La rivalutazione deve essere ricalcolata quando si ritiene che ci sia una differenza con il *carrying amount*, quando quest'ultimo, per qualche motivo, non è più realistico. *Impairment IAS 36* serve per dare lo standard di questa rivalutazione, in particolare il valore della parte sinistra sia inferiore della parte di destra, la legge quindi ti dice di svalutare la parte di destra, quindi riduci o equity o debito.

Un aumento di valore non è concesso perché ci sono vincoli alla rivalutazione molto forti, perché c'è rischio di manipolazione. Esistono leggi speciali che concedono una rivalutazione in positivo in casi rari, un esempio è la legge della rivalutazione dei marchi durante la pandemia di COVID19. Determinate rivalutazioni in positivo possono essere giustificate da situazioni particolari, come per esempio il blocco di ammortamenti è giustificato dal fatto che, ad esempio durante la pandemia i macchinari hanno lavorato molto meno del previsto, non si sono consumati e quindi un blocco della svalutazione da ammortamento è giustificato.

Quando si effettua una svalutazione, parte degli asset che vanno portati in ribasso a sinistra, devono essere compensati con un ribasso anche nella parte destra, solitamente si attacca direttamente l'equity come prima scelta, il debito è senior sull'equity

L'*impairment* è solitamente una perdita e di fatto si registra come una minusvalenza.

Impairment Test

L'*Impairment Test* si effettua al verificarsi di eventi esterni particolari come declini di mercato, aumento vertiginoso dei tassi di interessi, eventi di larga scala come la pandemia COVID19, oppure al verificarsi di determinati eventi interni all'impresa come l'obsolescenza dell'Equipment, le performance aziendali particolarmente peggiori delle aspettative, in caso di joint ventures.

Le fasi di un *Impairment test* sono:

1. Valutare il nuovo asset trovando il *Recoverable Amount*
2. Controntare il *Carrying amount* e *Recoverable Amount*
3. Inserire il valore minore tra i due valori secondo il principio della *massima prudenza*

I valori considerati sono:

- *Carrying amount*: Valore prima dell'impairment test
- *Recoverable amount*: Valore dopo l'impairment test
- *Fair Value*: valore che avrebbe l'asset da valutare nel caso in cui fosse offerto sul mercato di scambio, non è facile stimare il prezzo nel caso in cui l'asset non avesse un mercato
- *Value in Use*: Valore dell'asset corrispondente all'attualizzazione dei futuri flussi di cassa
- *Impairment Loss*: Valore di carrying amount che eccede il recoverable amount

Tra il *Fair Value* e il *Value in use* è preferibile utilizzare il primo, questo perchè la valutazione secondo il valore di mercato è una valutazione oggettiva, mentre secondo il Valore in uso si considerano più fattori di tipo soggettivo, durante una valutazione è sempre bene eliminare il più possibili fattori di soggettività, sia per evitare ogni tipo di manipolazione giustificata, sia per evitare manipolazioni anche in buona fede

Si presentano alla fine della valutazione 3 tipi di alternative:

1. *Value in use < Market Value < Carrying Amount*: in questo caso si registra una perdita tramite impairment loss, a bilancio viene indicato il market value, ovvero il più basso tra i due valori valutati secondo il principio della massima prudenza
2. *Market Value < Value in Use < Carrying Amount*: in questo caso è preferibile registrare a bilancio il Value in use
3. *Recoverable amount < Carrying amount*: Si lascia inalterato il valore, secondo il principio della massima prudenza è preferibile lasciare la valutazione passata

3.4 Debito: principi contabili

i debiti hanno le seguenti caratteristiche:

- Rappresentano un obbligo di effettuare dei pagamenti futuri
- Non vengono pagate tasse o imposte sul valore dei debiti (scudo fiscale)
- Se non si paga il debito entro la scadenza⁵ si può perdere il controllo della proprietà dell'azienda, questo è il principio secondo il quale il debito è *Senior* all'equity

Il leasing è considerato al pari di un debito solo dal 2019 in Italia, è esattamente come un affitto, il leasing finanziario in particolare è paragonabile ad un mutuo, fino al 2019 erano considerati costi operativi mentre attualmente è un debito a tutti gli effetti pluriennale.

Esercizio

Si vuole acquistare un'intera unità aziendale del valore di €40M che già esiste ed è già operativa. Occorre fare il bilancio di questa business unit per poterla valutare tenendo presente le seguenti condizioni:

- Viene acquisita con importo da parte dei manager dell'azienda stessa per €10M, vogliono mantenere una posizione all'interno dell'azienda, la loro posizione sarà del 50%
- Vengono apportati €10M da parte dei nuovi acquirenti
- €20M saranno a debito con pagamento bullet⁶
- €20M sono utilizzati per comprare l'azienda che aveva un valore attivo di €10M con ammortamento con durata di 25 anni

Nel corso del primo anno vengono effettuate le seguenti operazioni:

- Acquisto materie prime per €40M
- Vendita di prodotti (costati €25M⁷) per un ricavo totale di €45M cash
- €2M bill per l'elettricità
- Interessi di €3M
- Salari degli impiegati pagati di €10M

⁵Default

⁶Il pagamento Bullet consiste in un pagamento interamente a scadenza, metodo di pagamento molto utilizzato per l'acquisizione delle aziende

⁷Chiamati COGS: Cost Of Goods Sold

- Pagamento di debiti di €25M
- Assicurazione per un valore di €1M

Soluzione

- D&A sono gli ammortamenti e si calcolano sul valore dei PPE acquistati, secondo la competenza dell'anno corrente:

$$\frac{10M}{25} = 0.4M$$

- *Goodwill* corrispondono alla differenza che c'è tra Asset e Liabilities nel momento dell'acquisto, dovrebbe essere ammortizzato ma per semplicità lo manteniamo così
- L'inventario è dato dalla differenza tra i prodotti creati e quelli venduti, quindi in questo caso

$$40M - 25M = 15M$$

- I profitti non distribuiti sono pari all'EBT
- Short Term debt è dato da €40M di acquisto di materie prime meno €25M di pagamento debiti:

$$40M - 25M = 15M$$

- Service and other costs comprende sia i bill dell'elettricità sia l'assicurazione

P&L	2021	Assets (31/12/2020)	Liabilities + Equity (31/12/2020)
€m			
Revenues	45.0	+ <u>Fixed assets</u>	+ <u>Long term debt</u>
Yoy growth (%)		+ <u>Parma plant 10€m</u>	+ <u>Bank financing</u>
COGS	(25.0)	+ <u>Intangible assets</u>	+ <u>20€m</u>
First margin	20.0	+ <u>Goodwill 10€m</u>	+ <u>Shareholder's equity</u>
Margin (% Value of production)	44%	+ <u>Current Assets</u>	+ <u>20€m</u>
Personnel	(10.0)	+ <u>Cash 20€m</u>	
Services & other costs	(3.0)		
EBITDA Adj	7.0		
Margin (% Value of production)	16%		
D&A	(0.4)		
EBIT	6.6		
Margin (% Value of production)	15%		
Interest	(3.0)		
EBT	3.6		
Margin (% Value of production)	8%		
		Assets (31/12/2021)	Liabilities + Equity (31/12/2021)
		+ <u>Fixed assets</u>	+ <u>Long term debt</u>
		+ <u>Parma plant 9.6€m</u>	+ <u>Bank financing</u>
		+ <u>Intangible assets</u>	+ <u>20€m</u>
		+ <u>Goodwill 10€m</u>	+ <u>Short term debt</u>
		+ <u>Current Assets</u>	+ <u>Account payables</u>
		+ <u>Cash 24€m</u>	+ <u>15€m</u>
		+ <u>Inventory 15€m</u>	+ <u>Shareholder's equity</u>
			+ <u>Common stock</u>
			+ <u>20€m</u>
			+ <u>Retained earnings</u>
			+ <u>3.6€m</u>

Figura 3.3: Soluzione esercizio

3.5 Indici e misuratori di performance aziendali

standard IAS è uno standard contabile utilizzato in tutto il mondo ad eccezione degli Stati Uniti, il leasing, secondo questo standard contabile, è considerato in tutto e per tutto un debito, non compaiono costi operativi ma solamente asset. Chi, per la sua attività, utilizza molto il contratto di leasing, vede quindi un notevole aumento dell'EBITDA. Nello stato patrimoniale compare il valore attuale di tutti i pagamenti futuri attualizzati al tasso di interesse del leasing.

Il conto economico economico e lo stato patrimoniale vanno osservati sempre in contemporanea per effettuare una corretta analisi, confrontati anche con casi benchmark di concorrenti dello stesso settore per capire l'andamento e lo stato dell'azienda in analisi. Ritorni sull'investimento misurano il rendimento del capitale che può essere degli azionisti (ROE), del capitale (ROC), degli assets (ROA)

3.5.1 Indici di ritorno degli investimenti

Sono indicatori di fondamentale importanza nel lungo periodo, è sempre utile capire se un'azienda riesce a remunerare il proprio capitale, cosa che se non avviene porta inevitabilmente allo scioglimento. I ratios più importanti di tutti sono i ritorni sull'investimento ROI che possono essere di diverso tipo a seconda della loro formulazione:

ROTA	Return on Total Assets	$\frac{EBIT}{\text{Total Assets}}$
ROIC	Return on Investments Capital	$\frac{EAT - \text{Dividends}}{\text{Total Assets}}$
ROE	Return on Equity	$\frac{EAT}{\text{Net Worth}}$

In particolare l'indice ROIC è l'indice più utilizzato dagli investitori e per essere un buon valore deve essere maggiore del WACC, valore che misura l'opportunità costo del capitale, ovvero quanto ci si aspetta che performi il capitale rispetto al suo rischio

$$ROIC = \frac{\text{Net Income} - \text{Dividends}}{\text{Total Assets}}$$

$$WACC = \frac{E}{E + D}C_e + (1 - T)\frac{D}{D + E}C_d$$

Per quanto riguarda il ROTA è visto come il risultato dei margini operativi per il giro di affari (assets turnover):

$$ROTA = \frac{EBIT}{\text{Total Assets}} =$$

$$= \frac{EBIT}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

$$\frac{\frac{EBIT}{\text{Sales}}}{\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}} = \text{Margine operativo Netto}$$

$$\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} = \text{Assets Turnover (Giro d'affari)}$$

Si possono presentare 3 situazioni differenti che sono apparentemente identiche se si guardasse solo il risultato finale:

1. 7% $\xrightarrow{2\times}$ 14% margini bassi e $\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$ alto
2. 2.5% $\xrightarrow{6.6\times}$ 14% margini alti e $\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$ basso
3. 12% $\xrightarrow{1.2\times}$ 14% margini alti e $\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$ medio

3.5.2 Indici di liquidità

è possibile che un'impresa non abbia abbastanza cassa ma abbia utile quando ci sono troppi investimenti in CAPEX o quando ci sono troppi capitali di lavoro. Le startup sono un esempio di questa situazione.

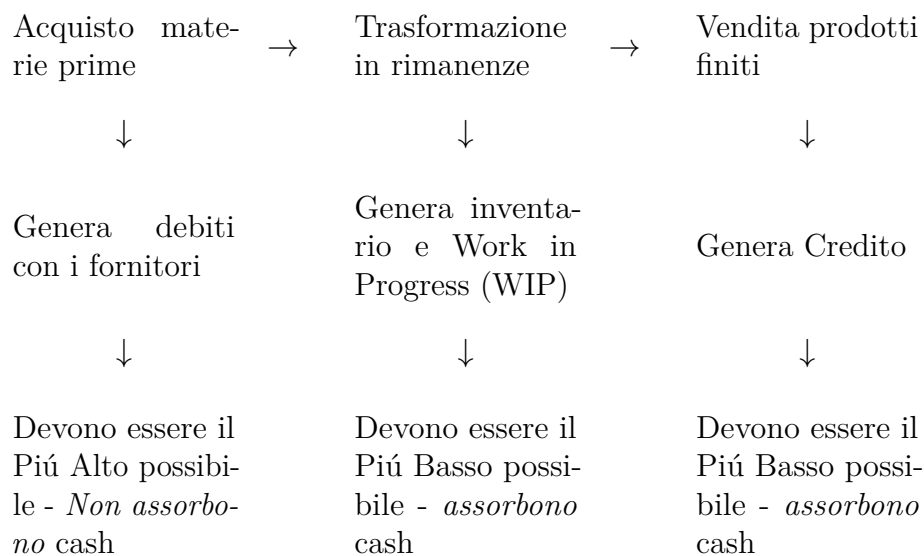
CR	Current Ratio	$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$
QR	Quick Ratio	$\frac{\text{Current Assets} - \text{Inventory}}{\text{Current Liabilities}}$

L'indice *CR* serve per capire quando un'azienda è in grado di onorare le proprie obbligazioni di breve periodo

L'indice *QR* è ancora più rapido rispetto al *CR* e serve per capire la capacità di un'impresa di onorare le proprie obbligazioni con i propri assets al netto delle rimanenze

3.5.3 Indici di assorbimento del capitale

Occorre capire quale parte di un business assorbe più liquidità



Quando c'è il capitale, c'è il rischio, gli interessi si basano sul rischio, è quindi fondamentale valutare l'entità di questo capitale. Altri indicatori di liquidità per misurare il capitale di lavoro:

DPO	Days Payable Outstanding	$\frac{\text{Payables}}{\text{COGS}} \times 365$
DOI	Days Inventory Outstanding	$\frac{\text{Inventory}}{\text{Raw materials}} \times 365$
DSO	Days Sales Outstanding	$\frac{\text{Receivables}}{\text{Net Sales}} \times 365$

Il *DPO* indica i giorni necessari in media per pagare i fornitori, più alto è meglio è, infatti avere debito non assorbe liquidità

Il *DOI* indica i giorni medi che servono per vendere le stock, in questo caso più basso è questo indicatore meglio è, prima si vendono le rimanenze prima si possiede liquidità

Il *DSO* indica i giorni medi necessari per essere pagati dai clienti, più basso è meglio è, i crediti assorbono liquidità

3.5.4 Indicatori di capacità finanziaria o di resilienza

IC	Interest Coverage	$\frac{EBIT}{\text{Interest paid}}$
DE	Debt to Equity	$\frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}$
DOM	Debt to Operate Margin	$\frac{\text{Net Debt}}{EBITDA}$
CC	Cash Conversion	$\frac{\text{Free Cash Flow}}{EBITDA}$

IC indica quanti interessi deve pagare un'impresa rispetto al suo risultato operativo, più concretamente quanto un'impresa riesce facilmente a ripagare i suoi interessi sui debiti in sospeso

DE indica invece i fondi forniti dai prestatori in confronto ai fondi forniti dai proprietari, in pratica quanto un'impresa è *leverage*

DOM è l'indicatore che comunica quanto tempo in media si prende l'impresa per pagare i debiti

CC indica la porzione dei profitti operativi che viene convertita in liquidità, cioè in cash

3.5.5 Effetto Leva

Il debito consente di avere ritorni sull'equity più alti rispetto all'equity.

Dal punto di vista di un investitore, *Ex ante* se il finanziamento è in equity si affronta un rischio maggiore rispetto ad un finanziamento in debito, questo perché il debito è *Senior* all'equity, ovvero viene sempre preferito e ha sempre la prelazione per i rimborsi, essendo maggiore il rischio per chi finanzia tramite equity è normale che in caso di successo dell'impresa il ritorno dell'investimento sarà maggiore.

Dal punto di vista dell'impresa, sempre nella situazione *Ex ante* il rischio maggiore si corre indebitandosi, per questo motivo è giustificato l'effetto leva, indebitandosi infatti, in caso di successo dell'impresa, l'impresa stessa avrà un ritorno maggiore.

Correlazione tra ROE e ROTA

$$ROE = ROTA + \left[\frac{D}{E} \times \underbrace{(ROTA - I)}_{\text{leva}} \right] \times (1 - \tau) \quad (3.1)$$

ROE = Return On Equity

$ROTA$ = Return On Total Assets

D = Debt

E = Equity

I = Interests

τ = Tasso di attualizzazione

3.5.6 Riepilogo indicatori più importanti

Revenue Trend = Osservazione nell'ultimo biennio, se decresce potrebbe essere un problema ma dipende dal benchmark⁸

Gross Margin = Osservazione nell'ultimo biennio, se decresce potrebbe essere un problema ma dipende dal benchmark

EBITDA margin = Se è significativamente inferiore dei competitors allora significa che l'impresa è meno competitiva nel medio termine

ICR = se >60%-70% l'impresa perde di credibilità con le banche perchè gli interessi sono troppo alti

ROI = se <5%-6% o in alternaiva se più basso del debito significa che la leva tende ad essere negativa, si verifica distruzione di valore

$\frac{\text{Debito Netto}}{EBITDA}$ = se >5-6 allora potrebbero esserci seri dubbi sulla capacità dell'impresa di fare buyback

⁸Concorrenti