FINANZA AZIENDALE

Sommario

FINANZA AZIENDALE 1
1 CONCETTI BASE 4
1.1 I CANALI DI FINANZIAMENTO 4
1.1.1 FINANZIAMENTO ESTERNO 4
1.1.2 FINANZIAMENTO INTERNO: CASH FLOW DELLA GESTIONE 4
1.2 IL MERCATO DEL CAPITALE 5
1.2.1 IL BILANCIO DI CIASCUN SETTORE 5
1.2.2 RUOLO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI 6
1.2.3 MERCATI FINANZIARI 6
1.3 CONCETTI PRELIMINARI – TASSI DI INTERESSE E ATTUALIZZAZIONE 7
1.3.1 CASO UNIPERIODALE IN ASSENZA DI RISCHIO. 8
1.3.2 CASO UNIPERIODALE IN PRESENZA DI RISCHIO. 8
1.3.3 CASO PLURIPERIODALE IN ASSENZA DI RISCHIO. 9
1.3.4 RENDITE PERPETUE 12
1.3.5 RENDITE PERPETUE A RENDIMENTO CRESCENTE 13
1.3.6 RENDITE ANNUE 13
1.3.7 RENDITA ANNUA CRESCENTE 15
1.3.8 TASSO INTERNO DI RIFERIMENTO – TIR 15
1.3.9 FONDAMENTI DELLA REGOLA DEL VAN 15
1.3.10 LE DETERMINANTI DEI TASSI DI INTERESSE 17
1.3.11 REGIME DI CAPITALIZZAZIONE DEI TASSI E TASSI EQUIVALENTI 18
1.3.12 EFFETTI DELLE IMPOSTE SUI TASSI 22
1.3.13 EQUILIBRIO NEL MERCATO E ARBITRAGGIO 22
2 RACCOLTA DEL CAPITALE DI DEBITO 25
2.1 TITOLI OBBLIGAZIONARI 25
2.1.1 CARATTERISTICHE 25
2.1.2 VALUTAZIONE DEI TITOLI OBBLIGAZIONARI 29
2.1.3 TRATTAMENTO FISCALE DELLE OBBLIGAZIONI 40
2.1.4 I MERCATI REGOLAMENTATI OBBLIGAZIONARI 41
2.2 DEBITO BANCARIO 41
2.2.1 APERTURA DI CREDITO IN CONTO CORRENTE (SCOPERTO DI C/C) 41
2.2.2 SCONTO 41
2.2.3 ANTICIPAZIONE 41
2.2.4 MUTUO 42
2.2.5 PRESTITO IN PARTECIPAZIONE 43
2.2.6 PROJECT FINANCING 43
2.2.7 RICHIESTA DI GARANTIRE L'ADEMPIMENTO DI CONTRATTI VERSO TERZI 43

Master Copy Copisteria 050/831726 388/9837745

2.3 ALTRE FORME DI FINANZIAMENTO 44
2.3.1 CERTIFICATI DI DEPOSITO 44
2.3.2 CAMBIALI FINANZIARIE E CERTIFICATI DI INVESTIMENTO 44
2.3.3 OPERAZIONI PRONTI CONTRO TERMINE 44
2.3.4 LEASING 44
2.3.5 FACTORING 49
2.3.6 SECURITIZATION (CARTOLARIZZAZIONE) 50
3 LA RACCOLTA DEL CAPITALE DI RISCHIO 51
3.1 TIPOLOGIE DI TITOLI AZIONARI 51
3.1.1 DIRITTI 51
3.1.2 MODALITÀ DI RISCOSSIONE DEL DIVIDENDO 51
3.2 VALUTAZIONE DEI TITOLI AZIONARI 52
3.2.1 DIVIDEND DISCOUNT MODEL 52
3.2.2 MODELLI BASATI SULLA PROFITTABILITÀ DELL'IMPRESA 55
3.2.3 VALORE ATTUALE DELL'OPPORTUNITÀ DI CRESCITA (VAOC) 56
3.2.4 COMPARABILI 56
3.2.5 TECNICHE A CONFRONTO 57
3.2.6 INFORMAZIONI, CONCORRENZA E PREZZI 58
3.3 RISCHIO E RENDIMENTO 59
3.3.1 RENDIMENTO E VOLATILITÀ 59
3.3.2 ATTEGGIAMENTO VERSO IL RISCHIO 61
3.3.3 TRADE-OFF RISCHIO-RENDIMENTO 63
3.3.4 RISCHIO COMUNE E INDIPENDENTE 63
3.3.5 STIMA DEL RENDIMENTO ATTESO 66
3.4 TEORIA DEL PORTAFOGLIO 68
3.4.1 RISCHIO E RENDIMENTO DI UN PORTAFOGLIO 68
3.4.2 IL MODELLO DI MARKOWITZ 71
3.4.3 IL MODELLO DI TOBIN 75
3.4.4 IL MODELLO DI SHARPE (CAPM) 77
3.5 EMISSIONE DI TITOLI AZIONARI 81
3.5.1 EMISSIONI RISERVATE 81
3.5.2 RACCOLTA DI CAPITALE SUL MERCATO APERTO 82
4 LA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE 87
4.1 MILLER-MODIGLIANI: PROPOSIZIONE I 87
4.1.1 DIMOSTRAZIONE I 87
4.1.2 DIMOSTRAZIONE II: HOME-MADE LEVERAGE 88
4.1.3 CONCLUSIONI: IRRILEVANZA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA 88
4.1.4 STATO PATRIMONIALE A VALORI DI MERCATO 89
4.2 MILLER-MODIGLIANI: PROPOSIZIONE II – LA LEVA FINANZIARIA 89
4.3 MILLER-MODIGLIANI: I e II PROPOSIZIONE – HOME MADE LEVERAGE 90
4.4 IMPOSTE E COSTI DEL DISSESTO 95

MASTER COPY
Tel. 050 8312126
Cell. 388 9837745

4.4.1 EFFETTI DELLE IMPOSTE: PROPOSIZIONE I 96
4.4.2 EFFETTI DELLE IMPOSTE: PROPOSIZIONE II 97
4.4.3 COSTI DI AGENZIA E DEL DISSESTO 99
4.5 TEORIE DELL'ORDINE DI SCELTA 101
5 CAPITAL BUDGETING: VALUTAZIONE DELL'IMPRESA E MODALITÀ DI FINANZIAMENTO 102
5.1 TEORIA DELLA VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI 102
5.1.1 RAPPORTO D/E COSTANTE E RISCHIO DEL PROGETTO (O DI MERCATO) SIMILE AL RISCHIO MEDIO DEGLI INVESTIMENTI IN ESSERE DELL'IMPRESA 103
5.1.2 RAPPORTO D/E COSTANTE E RISCHIO DEL PROGETTO (O DI MERCATO) DIVERSO DAL RISCHIO MEDIO DEGLI INVESTIMENTI IN ESSERE DELL'IMPRESA 104
5.1.3 RAPPORTO D/E NON COSTANTE 105
5.2 PROFILO DI RISCHIO SISTEMATICO DIVERSO 106

MASTER COPY
Tel. 050 8312126
Cell. 388 9837745

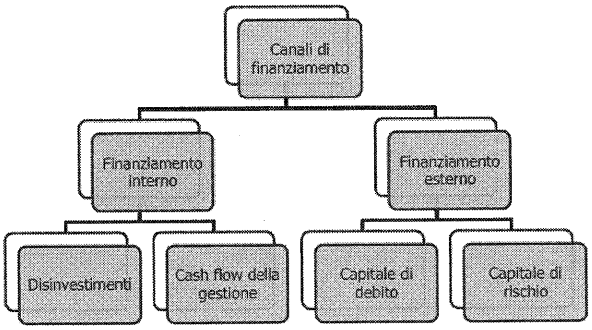


MASTER COPY
Tel. 050 8312126
Cell. 388 9837745

1 CONCETTI BASE

1.1 I CANALI DI FINANZIAMENTO

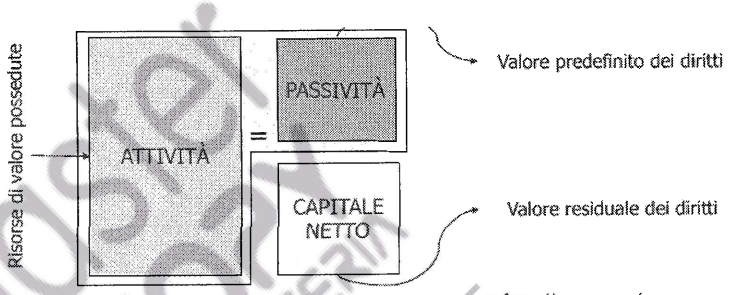
Possiamo distinguere diversi canali di finanziamento, fra interni ed esterni all'azienda, a seconda del fatto che derivano dalle attività interne all'azienda o da enti/persone esterne all'azienda. Nei seguenti paragrafi e capitoli entreremo nel dettaglio dei seguenti canali di finanziamento:



- Capitale di rischio, apportato dai soci attraverso l'emissione di titoli azionari;
- Capitale di debito, apportato da investitori privati attraverso titoli obbligazionari o da enti creditori (banche);
- Cash flow della gestione, derivante quindi dallo svolgimento delle attività aziendali.

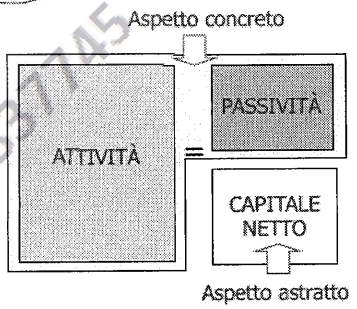
1.1.1 FINANZIAMENTO ESTERNO

Per valutare le fonti di finanziamento esterno, può essere utilizzato lo Stato Patrimoniale di un'azienda. Nello SP infatti si evidenziano:



- Passività: valore predefinito dei diritti
- Capitale netto: valore residuale dei diritti
- Attività: risorse di valore possedute

Inoltre, dello Stato Patrimoniale si può evidenziare:



- Aspetto concreto: complesso di:
  - Beni economici, strettamente collegati tra loro e con il lavoro umano, di cui l'impresa dispone per lo svolgimento di un'attività produttiva unitaria;
  - Obblighi verso terzi.
- Aspetto astratto: misura sintetica dell'aspetto concreto del capitale espresso in una stessa unità di misura.

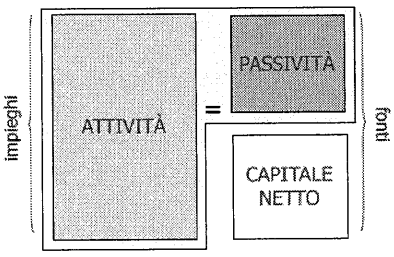
Poiché l'aspetto astratto deve coincidere con l'aspetto concreto (in quanto ne è una misura sintetica espressa nella stessa unità di misura), e poiché i due aspetti possono essere riconducibili al capitale netto e alle attività e passività aziendali, deve valere la seguente equazione del capitale (Principio del duplice aspetto):

$$Capitale\ Netto = Attività - Passività$$

Tale equazione ci dice che:

- Ogni attività sulla quale non vantano diritti i creditori sarà rivendicata dai detentori del capitale
- Il totale dei diritti vantati sulle attività non può eccedere quanto l'azienda possiede
- Ciascun euro investito in attività aziendali è stato finanziato o dai creditori o dalla proprietà
- Simmetricamente, ogni euro di finanziamento alla data dello SP è investito in una qualche attività

Possiamo quindi identificare la parte sinistra dello SP come Impieghi di capitale, e la parte destra di SP come Fonti del capitale.



Ciò che fa variare lo Stato Patrimoniale fra due anni successivi è il Risultato d'Esercizio, ovvero il Reddito Netto del Conto Economico. Tale risultato può essere positivo o negativo a seconda degli esiti delle varie aree della gestione aziendale.

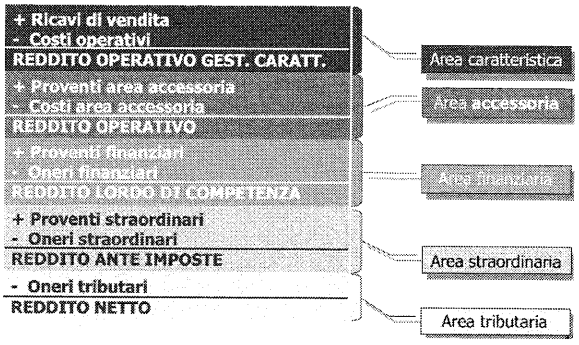
1.1.2 FINANZIAMENTO INTERNO: CASH FLOW DELLA GESTIONE

Possiamo distinguere varie aree di gestione:

- Area caratteristica: operazioni in cui l'impresa è tipicamente impegnata (core business);
- Area accessoria: operazioni svolte con continuità che non costituiscono l'obiettivo della gestione;
- Area finanziaria: operazioni di reperimento del capitale necessario e di investimento di risorse liquide;
- Area straordinaria: componenti di reddito derivanti da fattori gestionali eccezionali e non ricorrenti;
- Area fiscale (o tributaria): elementi di natura fiscale.

Possiamo inoltre raggruppare tali aree in due macro-aree:

- Area operativa, di cui fanno parte:
  - Area caratteristica
  - Area accessoria
- Area extra-caratteristica, di cui fanno parte:
  - Area finanziaria
  - Area straordinaria
  - Area tributaria



Vediamo quindi come un'impresa può generare flussi di cassa e quindi auto-finanziarsi attraverso un esempio di Conto Economico in assenza di tasse.

CONTO ECONOMICO	
RICAVI D'ESERCIZIO	**100**
COSTI D'ESERCIZIO	**85**
Monetari	65
Non monetari	20
RISULTATO D'ESERCIZIO	**15**

Supponiamo che dei 15 € ne vengano distribuiti 10 € come dividendi fra i soci, ed i restanti 5 € vadano in Riserva di utili. Il flusso di cassa (Cash Flow) generato sarà dato da:

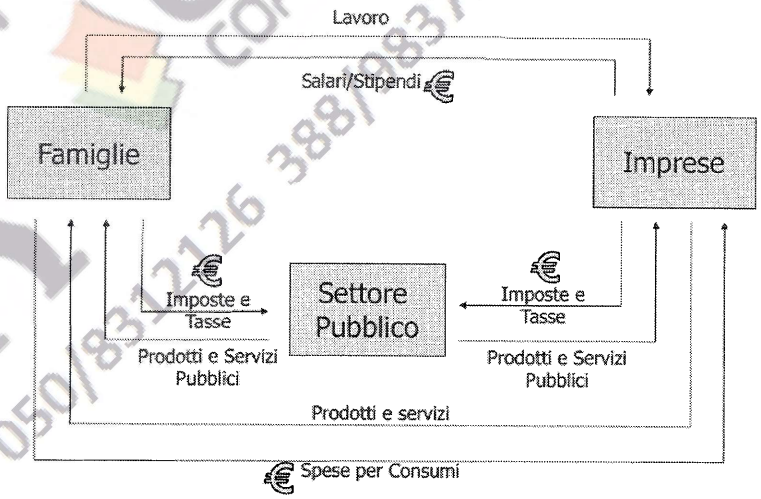
$$FC = Ricavi - Costi\ monetari - Dividendi = 100 - 65 - 10 = 25\ €$$

Di questi 25 €:

- 20 € sono generati dai costi non monetari (si tratta infatti di quote ammortamento, che non sono delle vere uscite di cassa, ma le uscite di cassa *si sono già avute al momento dell'acquisto del bene*);
- 5 € sono generati dagli utili messi a riserva, che infatti vengono trattenuti dall'azienda per:
  - coprire eventuali perdite future
  - erogazione di dividendi in esercizi con utili inesistenti/ insufficienti
  - politica di autofinanziamento

1.2 IL MERCATO DEL CAPITALE

Il mercato del capitale è un mercato che vede coinvolti diversi settori, illustrati in figura, ed una serie di intermediari e strumenti che consentano di scambiare denari fra i diversi settori, come vedremo nei paragrafi successivi.



1.2.1 IL BILANCIO DI CIASCUN SETTORE

Per ogni settore, può essere quindi stilato un bilancio (Entrate – Uscite), andando così a definire:

- Deficit finanziario (E – U < 0)
- Surplus finanziario (E – U > 0)
- Equilibrio finanziario (E = U)

Si ha deficit finanziario quando:

- Famiglie: per finanziare spese e consumi ai quali altrimenti la famiglia dovrebbe rinunciare
- Imprese: per finanziare investimenti/spese (necessarie) che altrimenti l'impresa sarebbe destinata a rinviare
- Settore pubblico: per finanziare investimenti/spese (necessarie) che altrimenti sarebbero destinati ad essere rinviati con il rischio di offrire al cittadino livelli di beni e servizi non adeguati

Si ha invece surplus finanziario quando:

- Famiglie risparmiano in vista di spese:
  - Future
  - Certe e incerte (imprevisti)
- Imprese generano liquidità in eccesso, ovvero hanno una temporanea disponibilità di denaro rispetto ai progetti di investimento, che generalmente verrà utilizzata per investimenti a BT
- Settore pubblico: surplus di bilancio utilizzato per
  - Speso entro BT
  - Offrire nuovi e maggiori beni/servizi ai cittadini
  - Ridurre il debito pubblico

MASTER COPY
Tel. 050 8312126
Cell. 388 9837745