

LA LEVA FINANZIARIA

OPPORTUNITA' E CRITICITA' PER INVESTIRE INDEBITANDOSI

di Miriam Inigo - Studio Moscatelli -



 STUDIO MOSCATELLI
COMMERCIALISTI

PREMESSA

Per finanziare le proprie attività, le imprese possono ricorrere a due tipologie di fonti di finanziamenti:

- *capitale proprio o di rischio (equity)
- *capitale di terzi o di debito (debt)

Le imprese possono fare ricorso:

- *esclusivamente al capitale proprio o di rischio;
- *esclusivamente al capitale di terzi o di debito;
- *optare per una struttura mista equity-debito.

Il rapporto tra

CAPITALE DI RISCHIO (EQUITY, E)

CAPITALE DI DEBITO (DEBT, D)

definisce la struttura finanziaria dell'impresa, nonché la composizione delle fonti di finanziamenti per acquisire i fattori produttivi o effettuare investimenti.

Capitale proprio (o di rischio)

E' il valore dei conferimenti dell'imprenditore o dei soci ed è soggetto al rischio d'impresa. Questi apporti di capitale da parte dei soci non prevedono una remunerazione minima poiché questa dipende dal risultato di gestione raggiunto. Tuttavia, il rimborso del capitale proprio è postergato al rimborso di tutte le obbligazioni assunte dall'impresa (debiti e obbligazioni). Per tale motivo si afferma che i portatori di capitale di rischio hanno diritti residuali, in quanto la loro soddisfazione rispetto al valore dell'azienda avviene solo in via successiva alla soddisfazione degli altri portatori di capitale


Capitale di terzi

E' la somma dei finanziamenti esterni ed è dato dalle somme di denaro prestate dai terzi all'impresa.

Il capitale di terzi può essere a sua volta distinto tra:

- **Debiti di funzionamento:** debiti verso fornitori o altri creditori a breve termine per la gestione e il funzionamento dell'impresa; il finanziamento di fatto è costituito dalla dilazione di pagamento ottenuta in base alle condizioni contrattuali.
- **Debiti di finanziamento:** prestiti a medio-lungo termine e i debiti verso le banche. Trattasi normalmente di finanziamenti ottenuti per realizzare investimenti finalizzati all'aumento della capacità produttiva dell'impresa.





In presenza di debito, la redditività sul capitale di rischio deve essere analizzata sulla base della redditività dal capitale investito e la leva finanziaria.

ANALISI DI BILANCIO PER INDICI

Per valutare la convenienza tra l'utilizzo delle fonti di finanziamento è necessario calcolare e scomporre alcuni indici di bilancio quali **ROE (Return On Equity)**, **ROI (Return On Investment)**, **ROD (Return On Debt)** e il rapporto di indebitamento, comunemente utilizzati per le analisi di bilancio per indici.

Per l'analisi di bilancio per indici è necessario riclassificare gli schemi di stato patrimoniale e di conto economico.

Per quanto riguarda i **ratios** "economici"

Il **ROE (Return On Equity)** esprime la redditività del capitale proprio, rappresentato dal rapporto tra il reddito netto d'esercizio (utile o perdita) e il capitale proprio mediamente impiegato nel periodo amministrativo.

$$\text{ROE} = \text{reddito netto} / \text{capitale proprio}$$

Il **ROI (Return On Investment)** rappresenta la redditività del capitale investito, costituito dal rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito, indipendentemente dalla provenienza (capitale proprio o capitale di terzi. Si assume il reddito operativo come il risultato d'esercizio prima dei proventi e oneri finanziari, dei proventi e oneri straordinari e delle imposte sul reddito. Tale indice esprime il rendimento economico dell'intero capitale impiegato e l'efficienza economica della gestione caratteristica e degli investimenti accessori.

$$\text{ROI} = \text{reddito operativo} / \text{capitale investito}$$

Il **ROD (Return On Debt)** evidenzia l'onerosità del capitale di terzi, determinato dal rapporto tra gli oneri finanziari e il capitale di terzi, ed esprime la remunerazione del capitale di terzi.

$$\text{ROD} = \text{oneri finanziari} / \text{capitale di terzi}$$

Per quanto riguarda i ratios "patrimoniali"

Il rapporto di indebitamento è dato dal rapporto tra il capitale di terzi e il capitale proprio. Tale indice pone in evidenza la proporzione tra i finanziamenti di terzi e le risorse immesse dai soci a titolo di apporto non restituibile.

$$\text{Rapporto di indebitamento} = \text{capitale di terzi} / \text{capitale proprio}$$

SCOMPOSIZIONE DEL ROE ED EFFETTO LEVA

Per comprendere la leva finanziaria in modo analitico, si può definire il reddito netto come il saldo algebrico tra il reddito operativo (RO), gli oneri finanziari (Of) e gli oneri tributari (Ot). Si sottolinea che la terminologia adottata (reddito) non coincide con quella tributaria, nonostante l'omonimia.



Gli oneri tributari, a loro volta, sono determinati dal reddito lordo (RL = RO - Of) moltiplicato per l'aliquota fiscale (t). Pertanto, il reddito netto (RN) può essere espresso come segue:

$$RN = (RO - Of) * (1 - t)$$

Semplificando ulteriormente, è possibile riscrivere queste equazioni utilizzando gli indicatori economici appropriati.

Ad esempio:

- Il reddito netto può essere rappresentato come il prodotto tra il ROE e il capitale di rischio (E)
- Il reddito operativo può essere espresso come il prodotto tra il ROI e il capitale totale investito, che comprende sia il capitale di rischio (E) che il capitale di debito (D).

$$RN = ROE * E$$

$$RO = ROI * (E + D)$$

Come utilizzare gli indici e che informazioni ci possono dare

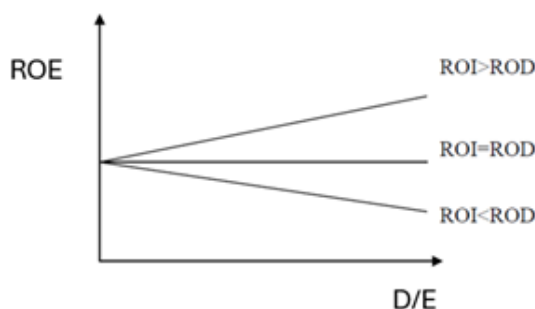
A questo punto della trattazione esaminiamo l'impatto della leva finanziaria analizzando la relazione tra ROE e ROI.

Lo scopo dell'analisi è comprendere se effettivamente indebitarsi per sostenere investimenti volti alla crescita dell'impresa determini una maggiore redditività globale (ROE) nonostante vi sia un incremento degli oneri finanziari.

Dunque, l'effetto leva, noto anche come *leverage*, si manifesta quando vi è un differenziale positivo o negativo tra ROI e costo del capitale di debito (ROD).

$$ROE = ROI + (ROI - ROD)$$

- **Se il ROI supera il costo del debito (leggasi interessi passivi), si parla di leva finanziaria positiva, il che significa che il ROE supera il ROI grazie all'indebitamento, agendo come moltiplicatore dei guadagni per gli azionisti. In definitiva più l'azienda si indebita e più guadagna.**
- **Se il ROI è inferiore al costo del debito (leggasi interessi passivi), si verifica una leva finanziaria negativa, riducendo il ROE rispetto al ROI. L'aumento dell'indebitamento produce effetti negativi sul risultato d'esercizio.**



L'uso della leva finanziaria può comportare rischi ma anche vantaggi.

Quando coordinata con attenzione e prudenza, può portare a un significativo aumento del ROE, generando valore aggiunto per gli azionisti.

Tuttavia, un'eccessiva o scorretta leva finanziaria può comportare rischi significativi per l'impresa e i suoi investitori. Pertanto, è essenziale che le imprese valutino attentamente l'opportunità di utilizzare la leva finanziaria e adottino una strategia equilibrata, consapevole e ben ponderata per massimizzare il rendimento del capitale investito.

Esempio

Ipotizzando un:

- ROI (*reddito operativo/capitale investito*) pari al 10%
- ROD (*oneri finanziari/capitale investito*) pari al 3% (costo del denaro preso a prestito)
- Rapporto di indebitamento (D/E; capitale di rischio/capitale proprio) pari al 1,2
- Aliquota fiscale (Ires + Irap) pari al 27,90%

il ROE (reddito netto/capitale proprio) ammonterebbe al 16,06%

$$10\% + (10\% - 3\%) * 1,2 * (1 - 0,279) = 16,06\%$$

Ebbene, supponendo, l'incremento dei debiti, a parità di capitale proprio, si avrebbe una crescita del rapporto di indebitamento pari al 1,3 e il ROE si innalzerebbe al 16,56% confermando, dunque, l'**effetto positivo della leva finanziaria**.

Diversamente, se:

- ROI pari al 4%
- ROD pari al 6%
- Rapporto di indebitamento (D/E - capitale di terzi/capitale proprio) pari al 1,2
- Aliquota fiscale (Ires + Irap) sempre pari al 27,90%

il ROE sarebbe pari al 2,27%

$$4\% + (4\% - 6\%) * 1,2 * (1 - 0,279) = 2,27\%$$

In una situazione economico-patrimoniale come quella appena illustrata, l'incremento del rapporto di indebitamento da 1,2 a 1,4 determinerebbe una rischiosa riduzione del ROE dal 2,27% al 1,98%, graficamente rappresentato.

ESEMPIO PRATICO

Dal punto vista operativo, si analizza un caso pratico per comprendere e verificare quanto illustrato. La società Alfa Srl nel corso dell'esercizio chiuso al 31/12/200X presenta i seguenti risultati

Totale capitale (E+D) di cui:	25.570.000
• Capitale proprio (E)	12.045.000
• Capitale di terzi (D)	13.525.000
Rapporto di indebitamento (D/E)	1,12
Risultato dell'esercizio (Rn)	1.240.000
Oneri finanziari (Of)	105.080
Reddito operativo (Ro)	1.815.000
Incidenza delle imposte (t)	27,48%



La società chiude l'anno con un capitale composto da 25.570.000 euro, di cui 12.045.000 euro di patrimonio netto (E) e 13.525.000 euro di debiti (D). Il rapporto D/E di 1,12 riflette un utilizzo equilibrato della leva finanziaria, con un debito leggermente superiore al patrimonio. Questa struttura del capitale suggerisce una cautela nel ricorso al debito, bilanciando il rischio e il potenziale di crescita. Il rapporto tra le imposte di competenza e il risultato d'esercizio (t), pari al 27,48%, riflette un'incidenza piuttosto elevata delle imposte sul risultato d'esercizio. Ciò è dovuto anche all'indeducibilità degli oneri finanziari ai fini dell'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (IRAP).

Tuttavia, dall'analisi degli indici emergono i seguenti risultati:

- **ROE:** 10,29% (ossia pari al rapporto tra il risultato netto Euro 1.240.000 e capitale proprio Euro 12.045.000);
- **ROI:** 7,10% (ossia pari al rapporto tra reddito operativo Euro 1.815.000 e capitale investito Euro 25.570.000);
- **ROD:** 0,78% (ossia pari al rapporto tra oneri finanziari Euro 105.080 e capitale di terzi Euro 13.525.000).

Dall'analisi degli indici appare dunque un soddisfacente equilibrio tra costi del debito e rendimento degli investimenti.

IPOTESI 1 – INDEBITAMENTO PER € 1.000.000€

Nel corso dell'esercizio successivo (200X+1), la società Alfa sottoscrive un mutuo per euro 1.000.000, per effettuare investimenti volti alla crescita e formazione del personale e alla sostituzione di impianti e macchinari ormai obsoleti.

Alla data del 31/12/200X+1, la società Alfa presenta la seguente situazione economico-patrimoniale.

Totale capitale (E+D), di cui:	30.100.000
• Capitale proprio (E)	12.630.000
• Capitale di terzi (D)	17.470.000
Rapporto di indebitamento (D/E)	1,38
Risultato dell'esercizio (Rn)	1.500.000
Oneri finanziari (Of)	145.000
Reddito operativo (Ro)	2.160.000
Incidenza delle imposte (t)	25,56%

Si precisa che, per rendere l'esempio numerico confrontabile e applicabile alla realtà, la situazione economico-patrimoniale soprariportata presuppone un incremento del capitale di terzi superiore all'importo del mutuo sottoscritto (per effetto ad esempio, dell'allungamento dei tempi di pagamento dei fornitori). Con l'incremento del debito di 1.000.000 euro, l'azienda spinge il totale delle fonti di finanziamento a 30.100.000 euro. Il patrimonio netto cresce marginalmente a 12.630.000 euro, e il debito raggiunge 17.470.000 euro, spostando il rapporto D/E a 1,38. L'aumento del debito è chiaramente diretto verso investimenti produttivi, come indicato dall'incremento dell'utile netto a 1.500.000 euro e del reddito operativo a 2.160.000 euro.



Totale capitale (E+D), di cui:	30.524.670
• Capitale proprio (E)	12.554.670
• Capitale di terzi (D)	17.970.000
Rapporto di indebitamento (D/E)	1,43
Risultato dell'esercizio (Rn)	1.424.670
Oneri finanziari (Of)	217.500
Reddito operativo (Ro)	2.160.000
Incidenza delle imposte (t)	26,66%

Il capitale sale lievemente, ma il rapporto D/E cresce a 1,43. Si nota una contrazione dell'utile netto a 1.424.673 euro, nonostante il reddito operativo rimanga inalterato, e un incremento della tassazione al 26,65%, a seguito dell'incremento degli interessi che sono interamente non deducibili ai fini IRAP, supponendo nell'esempio una integrale deducibilità ai fini IRES di cui all'art. 96 del TUIR.

Tuttavia, il ROE rimane consolidato all'11,35% (contro l'11,88% del precedente esempio) e consente di affermare che il capitale apportato dai soci continua a generare un buon ritorno. Il significativo aumento del ROD all'1,21% segnala un costo maggiore del debito, probabilmente dovuto all'aumentata esposizione finanziaria e, conseguentemente e inevitabilmente a tassi di interesse più elevati. Diversamente, il ROI (reddito operativo/capitale investito) subisce una leggera flessione al 7,08%, nonostante sia comunque ampiamente superiore al ROD (oneri finanziaria/capitale di terzi) pari all'1,21%.

Questo infine il grafico rispecchiante le due ipotesi

