

Esercizio 4. Le scelte di finanziamento della Fontanelli srl della Bracciotti spa

1. Il caso Fontanelli srl

Quesito 1)

In base alle politiche commerciali adottate dall'impresa, il flusso di cassa prodotto nel mese di febbraio è determinato da:

Entrate (febbraio) = Vendite realizzate a gennaio = 10.000

Uscite (febbraio) = Acquisto m.p. calcolate sulle vendite di marzo + pagamento spese generali sostenute a gennaio = $0,75 \cdot 20.000 + 500 = 15.000 + 500 = 15.500$

Flusso di cassa (febbraio) $10.000 - 15.500 = -5.500$

Nello stesso modo sono stati determinati i flussi di cassa mensili riportati nella tabella sottostante fino al mese di dicembre. Confrontando tali flussi con le consistenze di cassa, si evidenzia come, già a partire dal mese di marzo, l'impresa non sia più in grado di far fronte ai pagamenti dei fornitori senza l'intervento dalla banca.

Tale fatto si spiega andando a esaminare il ciclo finanziario: l'impresa ogni mese acquista le provviste per le vendite del mese successivo pagandole in contanti, mentre incassa le vendite solo dopo trenta giorni. Questo disallineamento temporale genera uno squilibrio finanziario, aggravato dal fatto che i volumi di vendita sono crescenti. Tuttavia, tale squilibrio non desta preoccupazione, poiché è destinato a riassorbirsi già a partire dal mese di luglio, con la cassa che torna ad essere positiva a partire da ottobre.

Nel rispondere al *Quesito 1* si evidenzia come l'impresa sarà costretta a ricorrere al finanziamento delle banche, per poter effettuare i pagamenti alle scadenze. Tuttavia, il fabbisogno finanziario generato dalle operazioni correnti si rivela solo temporaneo, interessando i mesi che vanno da marzo a ottobre. Assumendo una crescita delle vendite costante pari a 5.000 ogni mese, la gestione stessa riuscirà in pochi mesi a riequilibrare la situazione ed essere finanziariamente autosufficiente.

	28-feb	30-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic
Vendite	15.000	20.000	25.000	30.000	35.000	40.000	45.000	50.000	55.000	60.000	65.000
Acquisti	11.750	15.500	19.250	23.000	26.750	30.500	34.250	38.000	41.750	45.500	49.250
Entrate	10.000	15.000	20.000	25.000	30.000	35.000	40.000	45.000	50.000	55.000	60.000
Uscite	-15.500	-19.250	-23.000	-26.750	-30.500	-34.250	-38.000	-41.750	-45.500	-49.250	-53.000
Flusso di cassa	-5.500	-4.250	-3.000	-1.750	-500	750	2.000	3.250	4.500	5.750	7.000
Cassa iniziale	8.000	2.500	-1.750	-4.750	-6.500	-7.000	-6.250	-4.250	-1.000	3.500	9.250
Cassa finale	2.500	-1.750	-4.750	-6.500	-7.000	-6.250	-4.250	-1.000	3.500	9.250	16.250

Quesito 2)

Per capire come cambia la situazione se la crescita delle vendite si arresta a luglio è necessario rideterminare il flusso di cassa originato dalla gestione a partire da questo mese, sotto le nuove ipotesi:

Entrate (luglio) = Vendite realizzate a giugno = 35.000

Uscite (luglio) = Acquisto m.p. calcolate sulle vendite di giugno + pagamento spese generali sostenute a giugno = $0,75 \times 35.000 + 500 = 26.250 + 500 = 26.750$

Flusso di cassa (luglio) $35.000 - 26.750 = + 8.250$

Il flusso di cassa dei mesi successivi rimarrà costante, visto che i volumi di vendita non cambiano. La tavola dei flussi, pertanto, risulta così modificata:

	28-feb	30-mar	30-apr	31-mag	30-giu	31-lug	31-ago	30-set	31-ott	30-nov	31-dic
Vendite	15.000	20.000	25.000	30.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Acquisti	11.750	15.500	19.250	23.000	26.750	26.750	26.750	26.750	26.750	26.750	26.750
Entrate	10.000	15.000	20.000	25.000	30.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Uscite	-15.500	-19.250	-23.000	-26.750	-26.750	-26.750	-26.750	-26.750	-26.750	-26.750	-26.750
Flusso di cassa	-5.500	-4.250	-3.000	-1.750	-500	8.250	8.250	8.250	8.250	8.250	8.250
Cassa iniziale	8.000	2.500	-1.750	-4.750	-6.500	-7.000	1.250	9.500	17.750	26.000	34.250
Cassa finale	2.500	-1.750	-4.750	-6.500	-7.000	1.250	9.500	17.750	26.000	34.250	42.500

Come evidenziato nella tavola, nel rispondere al *Quesito 2*, emerge come l'arrestarsi della crescita riduca il fabbisogno finanziario della gestione. Sotto l'ipotesi di vendite costanti a partire da luglio, il periodo per il quale si rende necessario ricorrere al finanziamento esterno si riduce, limitandosi al periodo che va da marzo a luglio.

In generale, possiamo dire la crescita dell'impresa consente di aumentare i guadagni, ma comporta anche un incremento del fabbisogno finanziario che deve essere accuratamente monitorato, per evitare che gli sforzi necessari a realizzare l'incremento delle vendite vengano vanificati da un incremento nei costi di finanziamento.

2. Il caso Bracciotti spa

Quesito 1)

Per capire se il livello di indebitamento dell'impresa è adeguato è necessario innanzi tutto capire a quanto ammonta il capitale di rischio e a quanto ammonta il capitale di debito. A questo scopo, il capitale dell'impresa può essere convenientemente espresso nel modo seguente:

Attivo		Passivo	
Impianti	1.183.888	Capitale di credito	1.557.3000
Crediti vs clienti	1.200.000	Fornitori	342.700
Banca c/c	540.300	Capitale di rischio	1.024.188
Totale attivo	2.924.188	Totale passivo	2.924.188

Non avendo informazioni circa la natura degli investimenti che costituiscono il fabbisogno finanziario e, di conseguenza, sulle perdite presunte di liquidazione, l'unica possibilità che abbiamo per valutare l'equilibrio della struttura finanziaria sotto il profilo quantitativo, è quella di calcolare qual è il rapporto tra debiti e capitale di rischio. Guardando a tale indice, è possibile verificare se viene rispettata la soglia teorica che prevede che il debito non superi il doppio del capitale di rischio:

$$\frac{\text{Capitale di debito}}{\text{Capitale di rischio}} = \frac{1.557.3000}{1.024.188} = 1,52$$

L'indice ci dice che l'ammontare dei debiti dell'impresa non è eccessivo, risultando inferiore a 2.

A questa valutazione di massima possiamo aggiungere un'analisi qualitativa della struttura finanziaria, verificando l'allineamento delle fonti di finanziamento rispetto agli impieghi. In questi termini, è necessario guardare agli investimenti e determinare l'ammontare del fabbisogno durevole. Nello specifico, gli Impianti e i Crediti verso clienti possono essere considerati come investimenti durevoli, per un ammontare complessivo di 2.383.888. Il fabbisogno espresso da questi investimenti, pertanto, dovrebbe essere coperto tramite fonti di finanziamento stabili, quali, nel caso specifico, il Capitale di rischio e i Fornitori. Queste fonti, da sole, non sono sufficienti a coprire il fabbisogno durevole. Affinché la struttura finanziaria dell'impresa sia equilibrata, pertanto, è necessario che una parte dei debiti verso le banche sia rappresentata da debiti di medio-lungo termine. Tale differenza deve essere almeno pari a quella tra il fabbisogno durevole e la somma tra il capitale di rischio e i fornitori.

Passando a valutare gli effetti che l'indebitamento determina sulla redditività del capitale, possiamo calcolare gli indici di redditività (ROE e ROI) e il costo del debito (ROD). Si ha:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale di rischio}} = \frac{118.588}{1.024.188} = 11,6\%$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Totale investimenti}} = \frac{231.405}{2.924.188} = 7,91\%$$

$$\text{ROD} = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Totale debiti}} = \frac{112.817}{1.557.300} = 7,24\%$$

Dal momento che la differenza tra ROI e ROD risulta positiva, i soci hanno convenienza a finanziarsi con il debito, perché la redditività netta beneficia dell'effetto di leva finanziaria. Tale differenza, tuttavia, appare piuttosto esigua. Se la gestione dovesse incontrare delle difficoltà, l'indebitamento andrebbe ad accelerare il processo di deterioramento delle condizioni di economicità della gestione.

Mettendo insieme tutte le considerazioni per rispondere al *Quesito 1*, i dubbi del Sig. Bracciotti non appaiono totalmente infondati. L'impresa non appare eccessivamente indebitata, e la struttura dei finanziamenti, a patto che una parte dei debiti verso le banche sia di medio-lungo termine, risulta adeguata. Tale struttura, tuttavia, evidenzia alcuni elementi di fragilità, riscontrabili nell'esiguo margine che separa la redditività degli investimenti dal costo del debito. La premessa nella risposta dei figli, "finché ci saranno cantieri sufficienti", appare quanto mai essenziale, per garantire la prosperità dell'attività.

Quesito 2)

Per dimostrare che la presenza dei debiti incide sulla redditività del capitale netto e convincere anche il Sig. Bracciotti, è possibile calcolare la redditività dell'impresa ipotizzando una struttura finanziaria esclusivamente basata sul capitale di rischio (ROE_{ip}) e confrontarla con quella effettivamente conseguita. Il Reddito netto, in mancanza di debiti, sarebbe stato pari al reddito operativo; il Capitale di rischio sarebbe stato pari al totale degli investimenti, al netto dei fornitori, che non rappresentano un debito di finanziamento. Nel determinare l'ammontare del Capitale di rischio è necessario tener presente anche della rettifica apportata all'utile. Pertanto:

Capitale di rischio (ipotesi no debiti) = Debiti verso banche + Debiti a breve + Capitale sociale + Utile d'esercizio + Oneri finanziari = $1.327.300 + 230.000 + 905.600 + 118.588 + 112.817 = 2.694.305$

$$ROE_{ip} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale di rischio}} = \frac{231.405}{2.694.305} = 8,59\%$$

Per rispondere al *Quesito 2* si evidenzia che finanziandosi esclusivamente con capitale di rischio, la redditività netta sarebbe stata pari a 8,59%, inferiore rispetto a quella conseguita nel caso di ricorso al debito (11,6%), perché i soci avrebbero rinunciato al guadagno sui capitali investiti dai creditori. Per contro, i guadagni sarebbero stati meno rischiosi, non essendo suscettibili al rischio legato alla leva finanziaria.