

INDICE GENERALE

<i>Ringraziamenti</i>	<i>Pag</i> <i>IX</i>
INTRODUZIONE	1
 CAPITOLO I. L'IMPRESA E IL SUO AMBIENTE	
1.1. L'energia elettrica e la cogenerazione	3
1.2. Profili normativi. Tendenza ed opportunità	11
1.2.1. La normativa fiscale	17
1.2.2. La legislazione sulla protezione dell'ambiente	19
1.2.3. Norme sul collaudo dei gruppi e sugli impianti di cogenerazione	21
1.3. Esame di un caso: impianto realizzato dalla Jenbacher Energie Srl	22
1.3.1. Valutazioni economiche	23
1.3.2. Aspetti tecnici e normativi	32
1.4. Le opportunità	40
 CAPITOLO II. ANALISI ECONOMICA	
2.1. Introduzione	43
2.2. Analisi dell'investimento	45
2.2.1. Analisi del prodotto e del fatturato	46
2.2.2. Analisi dei costi di produzione	49
2.2.3. Stima del valore aggiunto ai fini del calcolo IRAP ..	51
2.2.4. Determinazione delle quote di ammortamento ..	54
2.2.5. Determinazione dell'investimento in capitale circolante	57
2.3. Valutazione dell'investimento	62
2.3.1. I criteri per la valutazione degli investimenti ..	64
2.3.2. Decisioni di investimento	84
2.4. Bilancio previsionale	93
2.4.1. Redazione dei bilanci previsionali	94
2.4.2. Riclassificazione del bilancio ai fini IRAP	109

2.4.3.	Redazione del bilancio di liquidazione	115
2.5.	Analisi per quozienti	119
2.5.1.	La composizione del sistema degli indici di bilancio...	120
2.5.2.	Applicazione del sistema degli indici di bilancio	128
2.6.	Indici di affidamento creditizio	140

CAPITOLO III. IL PROFILO FINANZIARIO

3.1.	Genesi e determinazione del fabbisogno	147
3.1.1.	Le possibili configurazioni del fabbisogno	151
3.1.2.	Entità e durata del fabbisogno	153
3.1.3.	La composizione del fabbisogno	156
3.1.4.	La dinamica del fabbisogno	161
3.2.	Analisi per flussi finanziari	163
3.2.1.	La costruzione del prospetto fonti/impieghi	166
3.2.2.	Il caso in esame	171
3.3.	La pianificazione del fabbisogno e fonti di copertura	177
3.3.1.	La gestione dei flussi finanziari a breve termine	181
3.3.2.	Costruzione del piano finanziario	189
3.3.3.	Interpretazione della dinamica finanziaria	190

CAPITOLO IV. DECISIONI DI FINANZIAMENTO

4.1.	Introduzione	199
4.2.	Strumenti di finanziamento	200
4.2.1.	Finanziamenti a titolo di capitale di debito a breve termine	202
4.2.2.	Finanziamenti a titolo di capitale di debito a medio lungo termine	205
4.3.	Forme di finanziamento	209
4.3.1.	Mutuo a tasso variabile indicizzato al RIBOR	211
4.3.2.	Finanziamento <i>ex lege</i> 1329/65 “Sabatini”	214
4.3.3.	Il <i>leasing</i> finanziario	218
4.4.	Struttura finanziaria e valore dell’impresa	223
4.4.1.	L’approccio tradizionale	223
4.4.2.	L’approccio del valore	229
4.5.	Leva finanziaria e costo medio ponderato del capitale	245
4.5.1.	Il costo medio ponderato del capitale	249
4.6.	Metodologia di valutazione “UDCF”, e sua applicazione	253
4.6.1.	I flussi di cassa per gli azionisti	255

4.6.2.	Procedure per il calcolo col metodo UDCF	260
4.7.	Metodologia di valutazione “EVA”, e sua applicazione	265
4.7.1.	Origini e definizione del metodo	265
4.7.2.	Applicazione concreta della nuova metodologia	273
4.8.	Profili di analisi per ottimizzare “l’effetto DIT”	276
 CONCLUSIONI		 283
 INDICE ANALITICO		 287
 BIBLIOGRAFIA		 291

INTRODUZIONE

Il rapido susseguirsi degli svolgimenti economici, la turbolenza dei mercati, la concorrenza globale, sono solo alcuni degli elementi che caratterizzano “l’arena competitiva” del mercato. Esistono anche l’innovazione e le capacità differenziali, non solo per *resistere* alle sue sfide, ma soprattutto per ottenere il massimo beneficio per *crescere* e *svilupparsi*.

Una nuova idea imprenditoriale necessita dunque, per poter nascere e vivere autonomamente, di una attenta valutazione, pianificazione e controllo dell’attività in tutte le sue fasi.

Il presente lavoro cerca di studiare, con un certo livello di accuratezza, la fattibilità economica e finanziaria di una *business idea*.

Traendo origine dalle possibilità offerte dal mercato dell’energia, e della cogenerazione in particolare, si cercherà di valutare la possibilità di realizzare una nuova piccola impresa dedicata alla produzione, per la cessione a terzi, di energia elettrica ed energia termica cogenerata.

Impianti di questo tipo vengono realizzati, nel nostro Paese, da una quindicina di anni, a testimonianza della solidità della tecnologia. Infatti non è questo che si discute. Normalmente, dato il considerevole esborso iniziale, tali impianti sono realizzati da imprese medio grandi, lasciando sguarnita quella fascia di piccole e medie imprese che, pur trovando anch’esse un forte giovamento nella riduzione dei costi di produzione, non effettuano l’investimento.

L’ipotetica nuova società, oggetto del nostro studio, avrà quindi la “missione” di effettuare in proprio l’investimento e cedere ad un terzo, tramite un contratto di somministrazione, gli *output* prodotti. Il cliente avrà dunque i suoi benefici economici, ma si dovrà vedere se per la *newco*, il progetto è *sostenibile*.

Si esaminerà, nel primo capitolo, il contesto economico e normativo di riferimento, avendo questo caratteristiche proprie, per poi

valutare l'investimento, con gli strumenti offerti dall'analisi finanziaria, come oggetto a sè stante (capitolo secondo).

Tuttavia, progetti economicamente convenienti, potrebbero non essere finanziariamente sostenibili. Si cercherà allora di inserirlo all'interno della nuova società, valutandola nel suo complesso.

Ciò avverrà sotto vari aspetti. Il punto di partenza fondamentale è rappresentato dalla predisposizione dei bilanci previsionali, dai quali verrà svolta una prima analisi tramite il sistema dei quozienti di bilancio.

L'analisi, per così dire, "contabile", si esaurirà con il calcolo di alcuni indici di affidamento creditizio.

La parte centrale del lavoro, è, invece, tipicamente di matrice finanziaria: riclassificazioni, flussi finanziari e analisi per flussi, indici di struttura del passivo sono tutti volti ad indagare la reale dinamica finanziaria, in vista di un giudizio di sostenibilità e, quindi, fattibilità del progetto (capitolo terzo).

L'ultima parte, il quarto capitolo, prende in esame le decisioni di investimento: quali strumenti utilizzare, che impatto hanno sul rischio globale di impresa, qual'è il loro contributo alla creazione del valore. Aspetto quest'ultimo, a cui vengono dedicati due importanti paragrafi.

Nel corso del lavoro, si sono dovute effettuare importanti decisioni in merito all'andamento futuro: stime sui costi, stime sulle vendite, stime sugli oneri finanziari. Qualcuno potrebbe trovare in queste ipotesi delle semplificazioni che minerebbero la validità delle conclusioni a cui siamo giunti. Si potrebbe allora ricordare il famoso detto di J.M.Keynes: "*non c'è nulla di tanto disastroso quanto una razionale politica di investimenti in un mondo irrazionale*": un po' di soggettività crediamo non possa far male!

Un limite, implicito, a questo studio, è nel non prendere decisioni in merito al reimpiego delle risorse generate dalla gestione. Limite implicito, in quanto, qui, si è cercato di studiare lo *start up*, cioè dall'idea alla sua realizzazione: non sono stati fatti scenari, tipicamente della direzione aziendale, sulla politica di sviluppo e di investimento, o, in generale, sulla strategia competitiva pluriennale.

CONCLUSIONI

Dalle prime righe fino a questo punto, molto è stato scritto. Abbiamo trattato di un particolare settore produttivo, quello dell'energia, e di una tecnologia in particolare, la cogenerazione.

Dallo studio di un investimento di questo tipo, fra i tanti che quotidianamente vengono studiati e realizzati, è emerso che i costi finali di produzione, per una azienda che si auto-provvigioni degli *input* necessari al suo ciclo produttivo (energia elettrica e calore), sono inferiori a quelli ottenuti dai normali contratti di fornitura "tradizionali": acquisto di energia dall'ente elettrico e produzione di calore con caldaie.

Questo non era il nostro punto di arrivo, non si voleva dare un giudizio di validità sulla tecnologia, già peraltro ampiamente attuata in ambito europeo, ma doveva essere il punto di partenza per l'idea imprenditoriale.

Il bisogno che si voleva soddisfare era quello comune a molte piccole o medie aziende: ottenere i benefici nei costi di produzione, grazie a questa tecnologia più efficiente e flessibile, senza sostenere l'esborso iniziale. Dal momento che impianti di questo genere, costano mediamente un miliardo, un miliardo e mezzo "chiavi in mano", ciò poteva, e anzi può, costituire un limite alla loro reale attuazione.

Se considerato a sè stante, il valore dell'investimento può pesare troppo su un bilancio di una piccola azienda, tanto da collocarsi quasi fuori dalla propria missione aziendale: è facile sentir dire dagli imprenditori, a cui è stato sottoposto il progetto, "buona l'idea, ma costa troppo", "per quell'importo preferisco un nuovo macchinario per il ciclo produttivo", "non abbiamo le risorse necessarie".

Da qui l'idea: far nascere una nuova azienda, che attui l'investimento ed offra al cliente gli *input* del suo processo produttivo. Il vantaggio per lui sarà minore di quello che avrebbe ottenuto se avesse fatto "internamente" all'azienda il progetto, ma comunque ottiene bene-

fici superiori al normale approvvigionamento tramite la fornitura tradizionale esistente.

La differenza a cui rinuncia il cliente che non ha effettuato l'investimento, è il guadagno per la piccola nuova impresa.

Forti di questa considerazione ancora molto teorica, abbiamo analizzato l'investimento in tutti i suoi aspetti, fino alla determinazione dei flussi finanziariamente rilevanti. Applicando elementi di analisi finanziaria degli investimenti, siamo giunti alla conclusione (alla conferma) che l'investimento era economicamente conveniente anche se attuato dalla *newco*. Indicatori come il VAN, Il TIR, l'IRA e il PPBA, offrivano tutti l'unica conclusione: il progetto va accettato. Solo l'ultimo indicatore mostrava che il rischio, misurato in termini di durata dell'esposizione, pari a nove anni circa, era piuttosto elevato. Solo una solida forma contrattuale, oltre che alla preventiva scelta del cliente, poteva garantire il buon fine dell'operazione.

Essa è stata realizzata mediante interessenze societarie da un lato, del resto imposte dalla legislazione in materia, e da un contratto pluriennale di somministrazione, dall'altro.

Chiaramente ciò non era sufficiente: un conto è un buon progetto, altro è attuarlo. Abbiamo allora simulato, tramite la redazione dei bilanci previsionali, la gestione aziendale nel suo complesso, fino a sette anni successivi all'entrata in esercizio. Essi sono stati il punto di riferimento per tutte le analisi successive.

L'analisi di bilancio per quozienti ha messo in luce una tendenziale redditività in crescita. Indicatori di attività operativa come il ROI ed il ROA mostrano una redditività oscillante attorno al 20%. Anche il ROE mostra valori significativi (15-20%), e i valori negativi registrati nel secondo e nel terzo esercizio sono unicamente dovuti alle politiche di ammortamento.

La solvibilità e la liquidità dell'azienda, vista anche dal punto di vista dell'affidamento creditizio, è, nel medio periodo, garantita.

La distinzione tra fase di avvio e fase "a regime" è necessaria. I costi iniziali vengono costantemente ripagati dal flusso di cassa liberato dalla gestione. L'analisi finanziaria per flussi ha mostrato una sicura capacità di rimborso grazie alla sola gestione caratteristica: un conto è mantenere l'equilibrio finanziario solo grazie al continuo affluire di ri-

sorse di terzi, altro è raggiungerlo senza il ricorso al finanziamento esterno.

Questo è il nostro caso. Non solo vengono costantemente ripagati i portatori di capitale, ma avanza sempre un *surplus* della gestione. Non essendo nostro compito provvedere alla sua destinazione negli anni futuri, si pensi a nuovi investimenti, esso è stato costantemente destinato tra riserve di capitale, e attivo finanziario.

La crescita dell'attivo a breve, a fronte di un diminuzione contabile dell'attivo immobilizzato, ha prodotto, nel corso degli anni, ad una eccessiva "finanziarizzazione" dell'azienda ed a una sovracapitalizzazione.

Entrambi i fenomeni possono essere arginati o con la realizzazione di un nuovo impianto, quindi crescita dimensionale, o con la fuoriuscita del capitale in eccesso, tramite lo strumento finanziario più idoneo, qualora si voglia uscire dal *business*.

L'impresa genera ricchezza, ed un autonomo sopravvivere. Pur non avendo preso in considerazione le possibili vie per lo sviluppo, ci sentiamo di affermare che la crescita dimensionale, tramite nuovi impianti da costruire e gestire, sia la via da preferire, rispetto alla sua visione statica.

INDICE ANALITICO

A

Acid test 150
Adjusted Present Value, definizione 90
 Altman 156
 calcolo dell'indice 158
 ammortamenti
 politica degli 63
 ammortamento 60
 piani di 64
 analisi degli investimenti, conclusioni 92
 anticipazione, su fatture 229
 apertura di credito 227

B

Bankruptcy costs 265
 Beaver 156
 calcolo dell'indice 157
 beta 292
budget 199
 di tesoreria 205
 economico 208; 214
 finanziario 203; 214
 buon senso, indice del 161; 162

C

Capital budgeting 50; 281; 286
 capitale Circolante 152
 determinazione del 65
 capitale investito
 rotazione (indice) 172
 CAPM 281; 291
cash flow 214
circolante
 ciclo del 190
 cogenerazione 3
 agevolazioni 19
 agevolazioni previste dalla
 legge 41

convenzioni tipo per la cessione 16
 finanziamenti BEI 42
 impianti 5
 norme sul collaudo degli
 impianti 22
 norme sulle emissioni 20
 profili normativi 10
 prospettive 9
 settore 7
 vettori energetici 4

commercial paper 225
 CONSOB 58
contingent-claim valuation 286
 conto corrente bancario 211
 conto economico 108; 116
 contratto d'opera 56
 crediti
 rotazione 178
 credito commerciale 227

D

D/E 143; 145
 decreto ministeriale 25/09/1992 16
 dinamica finanziaria 186
 interpretazione 215
 disponibilità, indice di 140; 151
Drop-lock bond 226
dual income tax 313
 applicazione "effetto DIT" 318
 aumento di capitale teorico
 315
 risultati 319

E

EBIT 219
 energia
 settore 1
 EVA 301

applicazione 310
 definizione 301
 limiti 307
 valutazione 304

F

Fabbisogno

andamento annuo 212
 gestione 212

fabbisogno finanziario 169

entità e durata 170

factoring 211; 229

Federal Energy Regulatory Commission 297

finanziamenti/rimborsi 184

finanziamento 166

floating rate note 225

flussi di cassa

per gli azionisti 288

flussi finanziari 188

di breve termine 203

G

Gestione caratteristica 183

GLC 257

GLO 256

Gordon 291

I

Immobilizzazioni, copertura delle 140

impianto

flussi caratteristici del 68

impresa, ciclo di vita 272

indebitamento 154

indice di rendimento attualizzato

definizione 75

Indice Energetico 12

indici

di natura finanziaria 218

indici di bilancio, sistema degli 133

indici, composizione del sistema degli 142

insolvenze, modelo di previsione delle 155

investimenti/disinvestimenti, area dei 184

investimento

definizioni 68
 metodologie di valutazione 71

IRAP 57

conto economico riclassificato
 ai fini 126

riclassificazione ai fini 121

J

Jenbacher

automazione degli impianti 40

caratteristiche impianto 36

profili normativi 38

trattamento emissioni 39

L

Lease or buy 249

leasing 231; 248

legge 10/1991 11

legge 9/1991 11

leva finanziaria 277

leverage 135

leveraged 160

liquidazione, bilancio di 128

riparto dell'attivo 132

liquidità 179

indice di 141

grafico 155

M

Magazzino,

rotazione del 139, 177

mezzanine finance 226

Modigliani 254; 264

MOL/OF 198

mutuo 240; 243

tipo francese 107

N

Norme fiscali

TU 8/7/1924 17

O

Obbligazioni 231
over trading 188

P

Patrimonio netto tangibile 150
PepsiCo Corp 282; 283; 285
Philip Morris Inc 291; 292
pianificazione

a lungo termine 201

di breve termine 202

di medio termine 201

operativa 202

piano di tesoreria

gestione operativa 211

piano finanziario 217

produttività, indicatori di 148

project financing 44; 235

project leasing 235

provvedimento CIP 6/1992 12

confronto vecchia e nuova

normativa 15

prezzi di cessione 14

R

R.O.E. 134

R.O.I 135

redditività economica

applicazione 101

definizione 87

redditività, indicatori di 146

redditività' Contabile

definizione 84

limiti 85

applicazione 102

remunerazioni finanziarie/operazioni accessorie,

area delle 185

rendiconto finanziari o 182

RIBOR 237

riporto 230

ROA 142; 144; 145; 146; 154

ROE 145; 154; 279

scomposizione del 136

ROI 138; 146; 154

ROS 138; 160

S

Sabatini 247

sconto 228

di portafoglio 228

scoring 156

scorte 176

Siemens AG 291; 293; 294

stato patrimoniale

indici 150

stato patrimoniale attivo 113; 117

stato patrimoniale passivo 111; 118

sviluppo, tassi di 147

T

Tassi di interesse

struttura per scadenza 238

tassi impliciti 238

tasso interbancario 237

tasso interno di rendimento

applicazione 96**definizione 81**

tempo Di Recupero

applicazione 96**definizione 79**

terminal value 300

tesoreria, margine di 152

TMGS 189

TMI 189

TMP 189

trade off theory 266

turnover 138; 146; 149

U

UDCF

calcolo del 294**flussi finanziari rilevanti 298****V**

Valore attuale netto

applicazione 94

definizione 72

valore, creazione del 270, 263

W

WACC 284; 304; 310

calcolo per gli anni successivi

297

calcolo primi tre anni 295

