

CAMPUS 24

Mario Parisi

BUSINESS PLANNING

Eurilink

© Copyright 2012 Eurilink

Eurilink Edizioni Srl
Via Nomentana, 335, 00162 Roma

www.eurilink.it - info@eurilink.it
ISBN: 978 88 95151 748

Prima edizione, ottobre 2012

Progetto grafico di Eurilink

INDICE

Introduzione	9
CAPITOLO 1. Elementi propedeutici alla pianificazione finanziaria degli investimenti	
1.1 Definizione e tipologie di investimento	11
1.2 Caratteristiche dei progetti d'investimento	13
1.3 Fasi del processo d'investimento	15
1.4 Il valore finanziario del tempo	17
1.5 Incertezza ed "equivalente certo"	21
1.6 Riepilogo	25
CAPITOLO 2. La costruzione del Business Plan \	
2.1 Le premesse per la valutazione del business	27
2.2 Prima fase dello studio: l'analisi descrittiva	31
2.3 Seconda fase dello studio: la costruzione del sistema dei budget previsionali	34
2.4 Terza fase dello studio: il piano economico-finanziario previsionale	36
2.5 Riepilogo	38

CAPITOLO 3. La stima e l'analisi dei cash-flows

3.1	La determinazione dei flussi di cassa attesi	40
3.2	Tipologia dei flussi	43
3.3	Costruzione dei flussi con metodo diretto	45
3.4	Costruzione dei flussi con metodo indiretto	46
	3.4.1 Il flusso gestionale	48
	3.4.2 Il flusso operativo	50
	3.4.3 Il flusso disponibile per l'investitore	52
	3.4.4 Il flusso disponibile per il servizio del debito	53
3.5	Il valore terminale	55
	3.5.1 Il metodo dei multipli di mercato	58
	3.5.2 Il tasso di crescita	60
	3.5.3 Il cash flow terminale	64
	3.5.4 Il rischio di stima	66
3.6	Riepilogo	67

CAPITOLO 4. Costo opportunità / tasso di attualizzazione

4.1	Il costo del capitale	69
4.2	L'utilizzo del WACC per l'attualizzazione dei cash-flows	70
4.3	La stima del costo dell'equity basata sul CAPM	72
	4.3.1 Il tasso risk free	73
	4.3.2 Il market premium	74
	4.3.3 Il coefficiente Beta	77
4.4	Il costo del debito	82
4.5	Una procedura di calcolo del WACC	84
4.6	Riepilogo	88

CAPITOLO 5. La scelta delle fonti di finanziamento

5.1	Struttura finanziaria ottimale	91
5.2	Il project financing	97
5.3	Principali fonti di finanziamento	99
	5.3.1 Capitale proprio	101
	5.3.2 Quasi equity	102
	5.3.3 Capitale di debito	105
5.4	La finanza agevolata	109
5.5	Criteri per la determinazione dell'appropriato grado di leverage	114
	5.5.1 La scelta della leva in base al ROI e al ROE	114
	5.5.2 La scelta della leva in base all'EVA	117

CAPITOLO 6. Indicatori di fattibilità economico-finanziaria

6.1	La valutazione dell'investimento	121
6.2	Indicatori di fattibilità economica	124
	6.2.1 Payback period	124
	6.2.2 Valore attuale netto	127
	6.2.3 Tasso interno di rendimento	135
	6.2.4 Confronto VAN – TIR	141
	6.2.5 Tasso interno di rendimento e VAN dell'Equity	143
6.3	Indicatori di sostenibilità finanziaria	144
6.4	Riepilogo	149

CAPITOLO 7. Alcuni problemi di valutazione

7.1	Definizione dei criteri di accettazione e di ordinamento	151
-----	--	-----

7.2	Analisi del rischio	157
	7.2.1 L'analisi di sensitività	157
	7.2.2 L'analisi di scenario	160
	7.2.3 I metodi di analisi	162
7.3	La valutazione degli intangibles	165
7.4	Le agevolazioni finanziarie e/o fiscali	168
7.5	I limiti della valutazione finanziaria	169
7.6	Riepilogo	171
	BIBLIOGRAFIA	173
	ALLEGATO: Linee guida alla redazione del Business Plan	177

INTRODUZIONE

Questo testo è stato scritto per venire incontro alle esigenze degli studenti della Link Campus University che inseriscono nel loro piano di studi di laurea specialistica il Corso di *Imprenditorialità e Business Plan*.

Nel corso degli anni ho seguito diversi approcci didattici, da quelli teorico-pratici con discussione di casi a quelli prevalentemente operativi, nei quali gli studenti, dopo aver acquisito una serie di conoscenze specialistiche fondamentali ne sperimentano l'applicazione pratica in laboratorio.

La convinzione che ho maturato in base a questa esperienza è che la progettazione "simulata" di un'idea imprenditoriale scelta dagli studenti in base alle loro inclinazioni e passioni rappresenti uno stimolo molto importante per la comprensione dei concetti di pianificazione e valutazione finanziaria degli investimenti produttivi. Gli studenti fin dalle prime lezioni vengono portati in laboratorio a svolgere, di volta in volta, una fase del Business Plan relativo all'idea imprenditoriale prescelta. Ogni lezione si compone di una parte teorica in cui vengono illustrati gli obiettivi, i criteri da seguire, le modalità di rappresentazione delle informazioni e dei dati rilevanti. Dopodiché lo studente viene lasciato libero di agire autonomamente nell'applicazione pratica, anche confrontandosi con i compagni, mentre il docente svolge la funzione di "shadow partner" del progetto di ciascun allievo.

Un aspetto critico di tale approccio è tuttavia il tempo necessario allo svolgimento dello studio di fattibilità, per cui spesso si rende necessaria l'applicazione dello studente anche al di fuori dell'orario di lezione. Per tale motivo ho ritenuto utile proporre una guida, concettuale e operativa insieme, che possa rappresentare un punto di riferimento per lo studente, sia durante lo svolgimento delle lezioni che durante le applicazioni al di fuori dell'orario didattico, oltre che per arricchirne il bagaglio di conoscenze con approfondimenti utili ai fini dell'elaborazione di una tesi di laurea specialistica sulla materia e, perché no, quale strumento operativo per futuri interessi professionali.

Un prezioso strumento operativo per lo studente è anche il documento elaborato dal Gruppo di Lavoro Area Finanza Aziendale del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili in collaborazione con l'Istituto di ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili che definisce le **“Linee guida per la redazione e la rappresentazione del Business Plan”** che ho voluto allegare alla fine del testo in quanto lo ritengo un supporto concreto alla predisposizione di un progetto di investimento imprenditoriale nonché strumento indispensabile anche nella pratica professionale.

Per la realizzazione di questo manuale, un particolare ringraziamento lo devo al mio amico Maurizio Napoli, team manager nella direzione centrale Advisory e Corporate Finance di Banca Finnat Euramerica SpA, con il quale ho scritto **“Valutazione finanziaria degli investimenti”** (ed. McGraw-Hill) dal quale ho attinguto per realizzare parte di alcuni capitoli di questo manuale.

CAPITOLO 1

ELEMENTI PROPEDEUTICI ALLA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA DEI PROGETTI D'INVESTIMENTO

1.1 Definizione e tipologie di investimento

Un investimento può essere definito, sotto il profilo finanziario, come una serie di esborsi iniziali di risorse monetarie che si verificano in uno o più momenti ai quali di norma seguono, in momenti temporali successivi, delle entrate, anch'esse monetarie, maggiori rispetto all'esborso sostenuto. Tale definizione può essere schematizzata nel grafico riportato nella Figura 1.1 nella quale sono rappresentate diverse tipologie di investimento con riferimento alla distribuzione temporale degli esborsi e dei redditi.

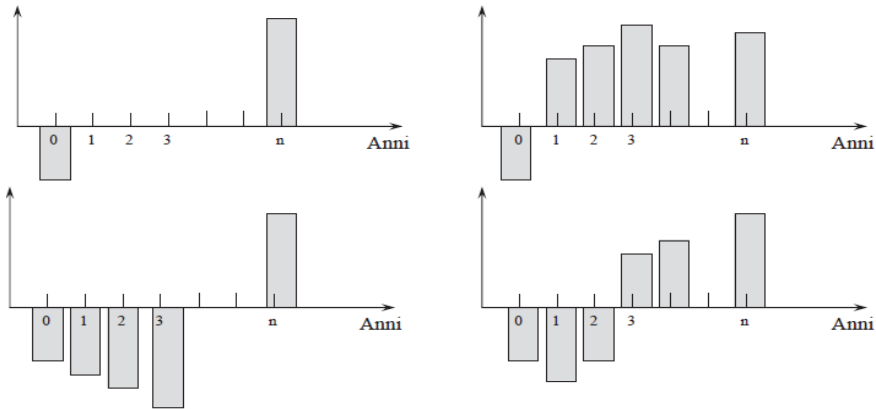


Figura 1.1 Schema dei flussi di investimento

In tale categoria rientrano tutti quegli investimenti in grado di generare “valore finanziario” per i soggetti che impegnano risorse destinate allo sviluppo di attività produttive. Non vi rientrano, invece, quegli investimenti che producono benefici di natura non monetaria (si pensi a investimenti pubblici e opere pubbliche quali la realizzazione di strade, ponti, piazze ecc.) il cui valore è espresso dall’utilità sociale.

Se le *analisi costi-benefici* di quest’ultima tipologia di investimenti sono, dunque, finalizzate ad accertare la misurazione dell’utilità collettiva, sia in termini di massimizzazione del benessere sociale che di redistribuzione della ricchezza, gli schemi dell’*analisi finanziaria* si propongono di valutare gli investimenti rientranti nella prima categoria in base a parametri di redditività e di sostenibilità finanziaria. Tali indicatori assumono diverse connotazioni a seconda che la valutazione sia orientata ai promotori/imprenditori piuttosto che agli istituti finanziari di progetti produttivi.

In particolare, nella valutazione finanziaria di attività produttive *stand alone*, l’investitore - sia esso portatore di capitale di ri-

schio o di capitale di debito - partecipa attivamente alla pianificazione di un progetto imprenditoriale acquisendo direttamente tutta la documentazione e le informazioni necessarie fino alla formulazione di un adeguato business plan dell'iniziativa.

La ricerca del "valore finanziario" derivante dall'impiego del capitale riconduce ai seguenti momenti di analisi:

- l'individuazione delle caratteristiche dei flussi di cassa associati all'investimento: dimensione e distribuzione temporale;
- l'orizzonte e il tempo necessario al recupero del capitale;
- la stima del rendimento adeguato alle caratteristiche di rischio;
- la decisione del timing dell'investimento (in funzione del minor costo).

L'esame di tutti questi aspetti, insieme all'elaborazione e all'interpretazione di specifici indicatori di risultato, i quali saranno oggetto di approfondimento nei capitoli seguenti, concorre a determinare la scelta ad investire, nel tentativo comune di perseguire un mix ottimale dei seguenti criteri/obiettivi: massimizzazione del rendimento, minimizzazione del rischio, massimizzazione dell'efficienza.

1.2 Caratteristiche dei progetti d'investimento

I progetti d'investimento realizzati in ambito aziendale possono essere suddivisi in base a una serie di variabili, quali:

- *effetti prodotti su entrate, uscite, patrimonio ecc.:* gli investimenti produttivi si caratterizzano per gli effetti indotti sulle diverse voci di conto economico e stato patrimoniale e per le variazioni prodotte sulle disponibilità finanziarie dell'impresa;
- *grado di dipendenza:* gli investimenti produttivi si definiscono "alternativi", quando la realizzazione di un investimento rende inutile o esclude la realizzazione dell'altro; "vincolati" quando è necessaria l'attuazione congiunta di

più investimenti per poter raggiungere gli obiettivi prefissati; “sequenziali”, quando diversi investimenti sono inseriti in una logica sistemica che ne potenzia l’efficacia (il massimo rendimento si ottiene alla realizzazione di tutti gli investimenti, anche se essa avviene in momenti diversi); “concorrenti”, quando più investimenti svolgono la stessa funzione o hanno lo stesso obiettivo; “indipendenti” se le variabili che ne determinano i risultati non sono fra loro correlate;

- *momento temporale*: a seconda della fase del processo di sviluppo in cui si trova l’impresa, gli investimenti possono essere qualificati di *start-up*, di sostituzione (volti a rimpiazzare investimenti che hanno ormai esaurito il loro impiego o attività), di ampliamento (necessari per estendere o diversificare il business), di crescita;
- *tipologia e rischio del business*: investimenti appartenenti ad alcuni settori economici (ICT, infrastrutture, biotecnologie ecc.) sono caratterizzati da una rischiosità di business più elevata rispetto ad altri appartenenti a settori più tradizionali (utilities, alimentare, farmaceutico ecc.) in ragione dei differenti livelli di prevedibilità della domanda.

Il circuito virtuoso necessario per lo sviluppo degli investimenti produttivi si fonda essenzialmente su tre elementi: *i*) la disponibilità del capitale di debito, per finanziare le acquisizioni e le politiche di sviluppo; *ii*) la creazione di valore per gli azionisti, *iii*) la dinamica crescente degli utili.

Quando il costo del debito è inferiore al rendimento degli investimenti che ha finanziato funge da leva per accrescere i profitti degli azionisti mentre la creazione di valore consente di ripagare il servizio del debito e di remunerare adeguatamente il capitale di rischio. La crescita degli utili in misura superiore alle attese o agli investimenti precedenti accresce le disponibilità da investire, la possibilità di espandere il debito e allargare il processo di accumulazione.

Questo circuito si autoalimenta fino a che i debiti e i nuovi profitti riescono a finanziare investimenti con un rendimento crescente rispetto ai precedenti. È possibile, tuttavia, che tale circuito si interrompa, subisca dei rallentamenti o che si inverta al manifestarsi di alcuni punti critici, che si possono riscontrare quando: *i*) aumenta l'incertezza sui rendimenti futuri (il debito diventa causa di instabilità e diminuisce la probabilità di coprirne i costi); *ii*) un elevato livello di indebitamento accresce il rischio di fallimento o accentua le situazioni di tensione finanziaria; *iii*) il premio per il rischio non è stimato correttamente a causa di un eccesso di liquidità.

Tenendo conto di tali elementi, attraverso opportuni strumenti di analisi, è possibile individuare il mix ottimale delle fonti finanziarie necessarie alla realizzazione di un investimento produttivo, nell'ambito di un determinato quadro congiunturale.

1.3 Fasi del processo d'investimento

Per decidere di effettuare un investimento in grado di “generare valore finanziario” si rende necessario approfondire numerose tematiche, molte delle quali affrontate nel corso dei capitoli successivi. Si tratta di decisioni di carattere complesso che coinvolgono numerosi attori e specifiche competenze, inserite in un processo di pianificazione e gestione che comprende le seguenti fasi: *i*) la definizione degli obiettivi (di rendimento e di rischio dell'investitore/promotore dell'investimento produttivo e degli altri soggetti finanziatori); *ii*) la scelta dei modelli di analisi (metodo diretto di stima dei flussi generati dall'investimento, metodi basati su dati di mercato); *iii*) aderenza alla realtà delle ipotesi su cui sono stati progettati gli schemi valutativi e individuazione degli eventuali scostamenti (analisi di sensitività, analisi di scenario); *iv*) valutazione, definita nell'ambito di criteri di accettazione e ordinamento che tengono conto degli indicatori di natura oggettiva e delle indicazioni soggettive imposte dall'investitore; *v*) decisione e allocazione delle risorse secondo i tempi e le modalità più opportune; *vi*) monitoraggio e gestione dinamica necessaria a supportare le decisioni

dell'investitore a fronte di mutati scenari, condizioni e aspettative; *vii*) decisione di disinvestimento, secondo tempi e modalità più opportune.

Le principali fasi del processo di pianificazione e gestione di un investimento sono sintetizzate nella Tabella 1.1.

L'articolazione e il grado di approfondimento di ciascuna di esse possono cambiare a seconda del tipo e della dimensione dell'investimento che si intende effettuare. Nei capitoli che seguono saranno illustrati i percorsi metodologici e i basilari principi di natura finanziaria utili ad orientare nelle specifiche scelte, anche ai fini di una corretta misurazione e gestione dei rischi ad essi associati.

Non saranno invece trattati tutti gli altri parametri decisionali di natura non finanziaria (es. costi e benefici sociali, effetti indotti sull'economia di un territorio o di un settore) né quelli di carattere strategico (esercizio del controllo) e qualitativo (miglioramento dei prodotti e dei processi) che possono influenzare, a volte in maniera determinante, la decisione di investimento a prescindere dalle condizioni finanziarie.

Tabella 1.1 Fasi del processo di pianificazione e gestione di un investimento

Fasi	Descrizione
Ricerca e definizione degli obiettivi	In questa fase si procede alla ricerca del più adeguato investimento da effettuare, sulla base anche degli obiettivi assegnati
Analisi, studi e modelli	Sono svolte tutte quelle analisi (tecniche, di contesto, finanziarie) utili ad effettuare uno studio di opportunità dell'iniziativa. Sono identificate più alternative di investimento e all'interno di queste ne sono selezionate alcune specifiche
Verifica delle assumptions	Sono approfondite tutte le ipotesi, con particolare riguardo a quelle operative e gestionali; si costruisce una matrice rischi/possibilità degli scenari ipotizzati
Valutazione	È effettuata la valutazione dell'investimento attraverso i metodi utilizzati nella prassi e l'analisi degli indicatori specifici
Decisione	Qualora i risultati delle fasi precedenti siano positivi, si procederà con l'approvazione dell'investimento e con il relativo stanziamento delle risorse, non solo monetarie, utili alla sua realizzazione. In particolare, una volta individuato e studiato in modo approfondito l'investimento stesso, si passa alla verifica dei