



Università degli Studi di Ferrara

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, ISTITUZIONI, TERRITORIO

Corso Ercole I D'Este n.44, 44100 Ferrara

**Quaderni del Dipartimento**

**N 6/2004**

**Febbraio 2004**

*I principali modelli di pianificazione finanziaria  
in un'ottica di creazione del valore:  
spunti di analisi*

**Emiliano Cantoni**

Febbraio 2004

**I principali modelli di pianificazione finanziaria  
in un'ottica di creazione del valore:  
spunti di analisi**

Emiliano Cantoni\*

**Abstract**

Gli strumenti sintetici di pianificazione economico-finanziaria sviluppati in letteratura si contraddistinguono per la loro semplicità ed immediatezza applicativa a discapito però della puntualità e della completezza nell'analisi del piano. In aggiunta a tale aspetto, va notato che, nella maggioranza dei casi, i valori risultanti da tali modelli (tasso di crescita sostenibile, fabbisogno incrementale, ecc.) non considerano l'aspetto economico della gestione e la conseguente creazione di valore. Infatti, non necessariamente un piano sostenibile in termini finanziari lo è anche sotto l'aspetto economico, anzi molto spesso questo non accade proprio perché non viene considerata la dimensione reddituale dell'impresa e la contestuale creazione di ricchezza economica, che si identifica nel differenziale positivo tra redditività del capitale investito e costo del medesimo.

La pianificazione finanziaria e l'implementazione di programmi collegati a strategie operative non possono pertanto prescindere dalla capacità di accrescere il valore del capitale economico e dunque di produrre ricchezza intesa come flusso economico e non solo contabile. E' per questo che, a parere di chi scrive, i modelli finanziari di pianificazione aziendale dovrebbero essere integrati e valutati alla luce di specifici indicatori preposti a monitorare la dinamica e la creazione di valore.

Dopo una rapida esposizione dei principali modelli di pianificazione e di gestione del valore economico, il presente lavoro verterà sull'integrazione in un unico contributo dei differenti strumenti esposti. Per mezzo di simulazioni applicate ad un caso aziendale, si valuterà e verificherà come non sempre le condizioni migliori in termini di incremento delle variabili strutturali ed operative si rivelino quelle che massimizzano il valore dell'azienda.

---

\* Dottorando di ricerca in Economia Aziendale e degli Intermediari Finanziari, Dipartimento di Economia Istituzioni e Territorio, Università degli Studi di Ferrara, XVIII Ciclo.

## 1 - Introduzione

La formalizzazione di un piano di sviluppo aziendale, nell'ambito di una più ampia attività di pianificazione, presenta considerevoli complessità riconducibili essenzialmente alla quantificazione e selezione dei dati di input ed alla metodologia da utilizzare per l'elaborazione delle informazioni. Le più rilevanti difficoltà metodologiche riguardano, in particolare, la determinazione delle componenti finanziarie del piano, identificabili nell'ammontare e nella composizione del fabbisogno finanziario. Infatti, per certi aspetti, mentre l'elaborazione dei profili economico-reddituali può essere approssimata attraverso un processo intuitivo basato sulle dinamiche passate e le tendenze storiche, la relazione tra crescita del fatturato e andamento dell'esposizione nei confronti dei finanziatori non è altrettanto lineare. Le variabili di natura finanziaria e patrimoniale sono difficilmente approssimabili in via intuitiva e la loro stima richiede strumenti metodologici specialistici, al fine di non incappare in un approccio meramente incrementale della pianificazione finanziaria<sup>1</sup>.

La pianificazione obbliga a valutare la compatibilità reciproca delle diverse linee di azione intraprese ed impone di rivedere criticamente i singoli orientamenti, prendendo coscienza dei legami che intercorrono tra gli specifici ambiti decisionali e la performance complessiva dell'impresa<sup>2</sup>. La programmazione è un fondamentale momento di verifica e ripensamento delle scelte strategiche che può condurre a modifiche dei piani, non soltanto per la constatazione della sopravvenuta difficoltà alla loro attuazione, ma come occasione di rianalisi dei presupposti e di trasmissione di stimoli sulla base dei segnali che l'ambiente manda all'organizzazione [Bergamin Barbato, 1991, p. 324]

La complessità dei dati e delle informazioni coinvolte nel processo di pianificazione può portare a metodologie di analisi molto sofisticate, talora assistite da efficaci supporti informatici, ma tuttavia di difficile comprensione per chi non abbia maturato specifiche conoscenze tecniche in campo finanziario. Altri modelli previsionali sintetici e parziali, proposti dalla letteratura in materia, risultano più accessibili ed immediati nell'evidenziare le relazioni tra fenomeni e variabili. Nella loro semplicità questi modelli sono accomunati da un approccio che si caratterizza per la rinuncia alla completezza ed alla puntualità dell'analisi, la quale però è ripagata da una più diretta ed immediata evidenza del grado di sostenibilità finanziaria dei piani aziendali.

---

<sup>1</sup> Cfr. M. Bergamin Barbato, *Pianificazione e controllo in un'ottica strategica*, Torino, UTET, 1991, pp. 323-331 e pp.350-358.

<sup>2</sup> Cfr. R. Brealey., S. Myers., S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill Italia, 1999, Cap 28.

Fermiamoci ora a riflettere sulla natura di tali strumenti. Nei modelli sopra richiamati le scelte vengono valutate in base alla loro capacità di generare un tasso di redditività adeguato e compatibile con le esigenze di crescita espresse nel piano, senza però considerare il valore effettivamente prodotto per la proprietà. La pianificazione finanziaria e l'implementazione di programmi collegati a strategie operative non può però prescindere dalla capacità di accrescere il valore del capitale economico e dunque di produrre ricchezza intesa come flusso economico e non solo contabile. E' per questo che, a nostro parere, accanto ai piani di sviluppo aziendali dovrebbe essere presente un indicatore atto a monitorare la dinamica del valore, in quanto la sostenibilità finanziaria non coincide necessariamente con l'economicità quale noi la intendiamo<sup>3</sup>.

In questo lavoro verranno presi in esame i principali modelli di pianificazione economico-finanziaria trattati in letteratura e di maggior utilizzo nella realtà aziendale, analizzandone la formulazione, le caratteristiche tecniche, le ipotesi operative, i pregi e gli svantaggi del loro utilizzo. Successivamente presenteremo il principale modello di creazione di valore economico basato sul concetto di reddito residuale (EVA) nella sua formulazione tipica per poi esporre, prima delle conclusioni, i risultati di una simulazione relativa ad un caso aziendale di pianificazione a medio/lungo termine in cui si è cercato di integrare le differenti potenzialità degli strumenti proposti, sotto molteplici scenari operativi al fine di valutare come le diverse ipotesi di simulazione possano influenzare la dinamica del valore e quindi l'economicità aziendale.

## **2 – Crescita sostenibile e pianificazione finanziaria**

L'attività d'impresa, in fase di crescita, comporta di norma un fabbisogno di capitale che può trovare copertura con fonti di finanziamento generate dalla gestione (autofinanziamento), ovvero con l'apporto di capitali di terzi o di rischio. Se si intende mantenere un rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi costante nel tempo, l'impresa può crescere nella misura consentita dall'autofinanziamento integrato con un ammontare di capitale di terzi limitato al mantenimento del suddetto rapporto.

---

<sup>3</sup> << A nostro avviso il finalismo aziendale, nel quale riconosciamo "l'economicità" dell'azienda, si realizza in un "efficiente" impiego delle scarse risorse disponibili, utilizzate appunto nello svolgimento di un'attività che è sempre di produzione/distribuzione, pervenendo a risultati che devono esprimere la loro "efficacia" nel soddisfare i bisogni, le esigenze degli individui che costituiscono il punto di riferimento dell'attività aziendale. L'economicità e pertanto sintesi, combinazione dell'efficienza-produttività e dell'efficacia delle operazioni che danno contenuto all'attività aziendale e attraverso le quali si soddisfano i bisogni degli individui. >> Tratto da G. Farneti, *Verso una nuova definizione di "azienda", con quali conseguenze sull'Economia Aziendale: prime riflessioni*, in "Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale", n. 7/8, Roma, RIREA editore, 1999, pp. 351-352.

Il centro di interesse iniziale del tema che si vuole affrontare consiste nell'identificazione del tasso di sviluppo che l'azienda è in grado di sostenere in modo autonomo, ovvero senza far ricorso ad interventi esterni e senza quindi modificare la propria struttura finanziaria.

Definiamo *sviluppo aziendale* il fenomeno di incremento del capitale investito e correlatamente dei ricavi di vendita [Mella, 1992, p. 431]<sup>4</sup>.

Il modello del tasso di crescita sostenibile consiste in una relazione algebrica che individua il tasso massimo di espansione delle attività che un'impresa può sostenere in un determinato periodo senza dover modificare il proprio rapporto di indebitamento e, più in generale, la propria politica finanziaria in termini di copertura del capitale investito e di distribuzione dei dividendi<sup>5</sup>. In termini analitici la relazione è la seguente:

$$g = \text{ROE} \times b$$

dove  $g$  rappresenta il tasso di crescita del capitale investito netto<sup>6</sup> sostenibile dall'impresa (cioè il fabbisogno di capitale espresso in termini relativi), mentre ROE rappresenta il tasso di redditività del capitale netto e  $b$  identifica il tasso di ritenzione degli utili prodotti (*pay back ratio*). Analogamente a quanto detto sopra; ROE e  $b$  costituiscono, in termini relativi, le fonti di copertura del suddetto fabbisogno. Esprimendo il ROE attraverso le sue determinanti otteniamo:

$$g = \left[ \text{RONA} + (\text{RONA} - i_n) \times \frac{D}{N} \right] \times b$$

---

<sup>4</sup> In verità il concetto qui esposto appare forzatamente restrittivo alle elaborazioni che seguiranno. E' doveroso, comunque, far notare che con il termine sviluppo si intende una concezione ampia della crescita, riscontrabile in fattori operativi, strutturali, ma anche e soprattutto qualitativi. In merito si veda U. Bertini, *Scritti di politica aziendale*, Torino, Giappichelli, 1991, p. 59.

<sup>5</sup> Il modello del tasso di crescita sostenibile è stato sviluppato da A.J. Zakon, *Growth and Financial Strategy*, Boston MA, the Boston Consulting Group, 1966. Nella trattazione seguente si farà riferimento a R. Silvi, *Crescita sostenibile e creazione di valore: un modello integrato di analisi*, in "Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale", n. 5, maggio-giugno 1994, Roma, RIREA editore, pp. 266-286; L. Brusa, L. Zamprognà, *Finanza d'impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria: modello contabile e modello del valore*, Milano ETAS Libri, 1995, p. 61; A. Dessy, *Autofinanziamento e sviluppo dell'impresa*, in A. Dessy, J. Vender, (a cura di), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Milano, EGEA, 1996, p. 8., Pavarani E, *Sviluppo dell'impresa e fabbisogno di capitali: un modello sintetico per la pianificazione finanziaria*, in "Analisi finanziaria", n. 46, 2002, Milano, IFAF, pp. 4-27.

<sup>6</sup> In questa configurazione il capitale investito netto è inteso al netto dei fondi rettificativi delle poste dell'attivo e dei debiti non onerosi in modo esplicito (debiti verso fornitori, fondo TFR). Sulla nozione ed il significato della configurazione di capitale investito in questione si veda G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Milano, ETAS Libri, 1990, p. 43. Per le nozioni e le valutazioni del capitale di funzionamento si rimanda G. Ferrero, *La valutazione del capitale di bilancio*, Milano, Giuffrè, 1967.

Il RONA<sup>7</sup> indica il tasso di redditività del capitale investito netto (return on net assets) ed è dato dal rapporto tra reddito operativo tipico al netto delle imposte che gli competono ed il capitale investito tipico al netto dei debiti non onerosi (debiti commerciali, fondo TFR, fondo imposte). Il rapporto D/N esprime il tasso di indebitamento, come quoziente tra capitale di terzi oneroso e mezzi propri,  $i_n$  infine, rappresenta il costo del capitale di terzi oneroso al netto del beneficio fiscale da esso originato.

Essendo  $(D/N) \times (RONA - i_n)$  il contributo dell'effetto leva finanziaria alla redditività netta aziendale la relazione del tasso di crescita può essere pensata in termini di:

$$g = f(\text{gestione caratteristica, gestione finanziaria, politica dei dividendi})$$

dove infatti l'effetto della:

- gestione caratteristica è misurato dal RONA;
- gestione finanziaria è identificabile nella leva finanziaria;
- politica dei dividendi è esprimibile con il tasso di ritenzione degli utili o di autofinanziamento  $b$ .

Per mantenere il proprio rapporto di indebitamento inalterato e date certe condizioni di redditività caratteristica, un'impresa che cresce ad un tasso superiore di  $g$  deve aumentare il tasso di autofinanziamento, o procedere a nuove immissioni di mezzi propri; altrimenti dovrà aumentare l'indebitamento oneroso, pena la rinuncia a quel determinato obiettivo di crescita<sup>8</sup>.

Infatti,  $g$  identifica il tasso di crescita del capitale netto mediante autofinanziamento; tale risultato va confrontato con il tasso di crescita del capitale investito, definito come segue:

$$s = \frac{CI_1 - CI_0}{CI_0}$$

dove gli indici (0 ed 1) identificano il capitale investito nei due periodi di riferimento.

Se  $g$  risulterà maggiore di  $s$  la crescita potrà effettuarsi con i mezzi interni aziendali; in caso contrario ( $g < s$ ) l'autofinanziamento non sarà sufficiente a garantire lo sviluppo e sarà quindi necessario ricorrere a fonti esterne di finanziamento per mantenere gli obiettivi di crescita.

In presenza di un rapporto costante tra le vendite ed il capitale investito netto (per il tramite dell'intensità di capitale che si considera costante) è possibile convertire il tasso di crescita del

<sup>7</sup> Tale indicatore è costruito da una parte per tener in considerazione la presenza di oneri finanziari impliciti legati all'acquisto/utilizzo di alcuni fattori produttivi, dall'altra per computare anche l'effetto fiscale sul reddito operativo caratteristico. Cfr. Brunetti, Coda, Favotto [1990, p. 43 e ss.].

<sup>8</sup> Il modello, in altri termini, prende le misure dell'equilibrio finanziario avendo come riferimento il rapporto D/MP. La crescita dei mezzi di terzi in valore assoluto non è, di per sé, indice di squilibrio. Appare invece squilibrata una crescita dei mezzi di terzi superiore alla corrispondente crescita dei mezzi propri.

suddetto capitale nel tasso di sviluppo del fatturato. Questo modo di interpretare la crescita dell'impresa ha il pregio di ricondurre il fenomeno ad una dimensione più operativa e comprensibile agli operatori aziendali.

L'equazione del tasso di crescita sostenibile si presenta come un modello semplice e di immediata comprensione ed è per questo motivo che ha avuto una discreta diffusione. Tuttavia esso presenta limiti di contenuto e metodologici che, se tralasciati, possono invalidarne l'impiego o l'efficacia informativa, favorendo così scelte inopportune quanto forvianti<sup>9</sup>.

Il primo ordine di presupposti che hanno portato alla formulazione del modello è che l'impresa operi in una situazione di razionamento del capitale. La risorsa finanziaria costituisce un vincolo allo sviluppo dell'impresa e, operando in situazioni di turbolenza ambientale, il ricorso alla leva finanziaria potrebbe aumentare il rischio finanziario ed i connessi condizionamenti da parte dei creditori.

Un secondo ordine di motivi, conseguente al precedente, è legato alla diffusa propensione da parte della proprietà e del management a non modificare la composizione delle fonti di finanziamento, attraverso ad esempio l'ingresso di nuovi soci: in questa prospettiva è stato ulteriormente enfatizzato il ruolo dell'autofinanziamento come fonte di finanziamento esclusiva a basso costo. Questo modo di procedere, a nostro avviso, può contribuire ad una perdita di competitività delle imprese. I manager o i proprietari pur di mantenere la loro leadership potrebbero optare per scelte con un basso profilo di competitività e redditività futura, purchè contengano il fabbisogno di fondi. In effetti, quanto esposto si è verificato e si sta verificando tutt'ora soprattutto con riferimento alle imprese di medio-piccola dimensione in cui la struttura proprietaria accentrata e familiare ha spesso sacrificato opportunità di crescita per non vedere diluita la propria quota di capitale ed il conseguente controllo.

Altro presupposto spesso trascurato è che l'impresa operi con margini di redditività ritenuti soddisfacenti. Pur non essendo correttamente esplicitata la misura della redditività ed, essendo prevalente la dimensione del problema, il modello tradizionale fornisce dunque utili indicazioni finchè sussiste compatibilità e coerenza tra redditività e sostenibilità finanziaria della scelta. Nel caso in cui tale assunto in termini di redditività soddisfacente venga rilasciato, si potrebbe innescare un circolo vizioso con inevitabili disfunzioni di ordine economico<sup>10</sup>.

Il pregio del "modello g" risiede nell'immediatezza concettuale e metodologica: innanzi tutto si ragiona con variabili di natura prettamente reddituale evitando di addentrarsi nella stima di flussi

---

<sup>9</sup> Al riguardo, per un'approfondita trattazione, si legga R. Silvi, *Crescita sostenibile e creazione di valore: un modello integrato di analisi*, in "Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale", n. 5, maggio-giugno 1994, Roma, RIREA editore.

<sup>10</sup> Cfr. Silvi [1994] e Silvi [1995, p. 138-141].

finanziari particolareggiati e quindi offrendo una maggior convenienza per analisi e previsioni di tipo esterno. Successivamente, il numero delle variabili di input da stimare è contenuto a tre (RONA,  $i_m$  e T), gli altri dati di input sono storici (D, MP) o sono parametri decisionali (*b*).

In merito agli assunti metodologici, il modello del tasso di crescita sostenibile presuppone che:

- a) l'intensità di capitale sia costante, vale a dire che le grandezze presenti nel rapporto tra capitale investito netto e ricavi siano espresse a valori correnti e che il capitale investito rifletta la reale esigenza tecnica, economica e finanziaria dell'impresa;
- b) gli ammortamenti del periodo siano in grado di ricostruire o sostituire il capitale investito nell'attività;
- c) l'impresa non varia il capitale conferito a titolo di rischio per tutto il periodo di osservazione;
- d) l'unico incremento di capitale netto è determinato dall'entità dell'autofinanziamento;
- e) le condizioni operative e di redditività dell'impresa rimangono invariate.

La presenza di queste ipotesi e l'estrema semplicità del modello evidenziano una serie di limiti che spesso, come già detto, ne invalidano l'efficacia informativa. A tale costrutto vengono rivolte una serie di obiezioni per il fatto che:

- essendo imperniato su parametri di natura contabile (ROE, RONA, ecc.) risente delle convenzioni contabili a esso sottostanti;
- i parametri adottati non considerano il grado di rischio insito nelle scelte aziendali;
- la variazione del capitale investito viene acquisita come un termine esogeno al modello;
- la costanza del rapporto di indebitamento è di difficile mantenimento in quanto gli investimenti comportano uscite iniziali consistenti che modificano il suddetto rapporto;
- pur mantenendo il rapporto di indebitamento costante, non è detto che gli interlocutori finanziari siano disposti ad ampliare in termini nominali, le linee di credito accordate;
- non viene colto il fenomeno di “circolarità” che lega il rapporto di indebitamento al ROE. Al crescere dell'indebitamento, infatti, l'effetto di leva finanziaria incrementa la redditività netta e quindi l'autofinanziamento; conseguentemente si riduce l'incremento del debito necessario a parità di fabbisogno;
- la costanza del rapporto di indebitamento coinvolge la proprietà ad effettuare periodici aumenti di capitale che nella realtà non appaiono di così semplice attuazione;
- l'estrema semplicità del modello, se da una parte costituisce un pregio, dall'altra non permette di misurare in modo compiuto gli effetti di una scelta sulla struttura patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa (grado di leva operativa, scelte che

modificano l'intensità di capitale sia esso fisso o capitale circolante netto, l'effetto della concorrenza sui prezzi, ecc.);

- la definizione preventiva degli obiettivi, ovvero dei parametri economico-finanziari (ROE, RONA, rapporto di indebitamento,  $i_n$ ,  $b$ ) rileva una certa rigidità del modello; nella realtà alcuni di questi parametri sono il risultato di determinate scelte, o non sono perseguibili<sup>11</sup>.

Nel caso poi di impiego del modello nella pianificazione o nella valutazione a medio / lungo termine, occorre rilevare che:

- il valore finanziario nel tempo viene trascurato;
- la successione e la consistenza dei ritorni economici non viene considerata;
- non si considerano gli effetti della scelta oltre l'orizzonte temporale di riferimento;
- la successione di una pluralità di risultati non permette una lettura immediata della convenienza della scelta.

Una formulazione alternativa del modello del tasso di crescita sostenibile è la seguente:

$$g = \frac{\text{AUTOFIN}}{N} = \frac{\text{Utili} - \text{DIV}}{N}$$

dove  $N$  rappresenta l'entità del capitale netto ed il rapporto  $\text{AUTOFIN} / N$  è detto saggio percentuale di autofinanziamento. Dall'equazione precedente, moltiplicando e dividendo entrambi i membri per la quantità (Utili), si ottiene la formula generale del tasso interno di crescita, di uso più comune:

$$g = \frac{\text{Utili}}{N} - \frac{\text{DIV}}{N} \left( \frac{\text{Utili}}{\text{Utili}} \right); \Rightarrow g = \text{ROE} - d\text{ROE}; \quad g = \text{ROE}(1 - d)$$

dove  $d$  indica il tasso di distribuzione degli utili<sup>12</sup>.

Sostituendo poi al ROE le sue determinanti secondo l'espressione della leva finanziaria vista nel primo capitolo, il saggio di crescita internamente sostenibile risulta quindi dalla seguente equazione:

---

<sup>11</sup> Si pensi ad esempio al tasso di autofinanziamento, il quale dipende anche da considerazioni soggettive del management o dalle aspettative della proprietà o, ancora, dei mercati finanziari.

<sup>12</sup> Per una dimostrazione più formale e completa si veda P. Mella, *Economia aziendale*, Torino, UTET, 1992, p. 431.

$$g = \left[ \text{ROI} + (\text{ROI} - i) \times \frac{D}{N} \right] (1 - T)(1 - d)$$

dove T identifica l'aliquota d'imposta marginale dell'impresa e (1-d) è equivalente a b.

La fondamentale differenza dalla prima impostazione analizzata è che qui si utilizza il ROI anziché il RONA e di conseguenza il reddito operativo caratteristico viene preso al lordo delle imposte di competenza, mentre la configurazione di capitale investito rimane la medesima. Le imposte vengono calcolate in maniera indiretta mediante l'uso di un'aliquota generale e non direttamente sulle componenti dei singoli indicatori.

Tutto ciò rileva che, in presenza di un rapporto di indebitamento costante, il tasso di redditività operativa e la politica dei dividendi sono gli elementi che producono i maggiori effetti sul tasso di sviluppo sostenibile. E' anche notevole come la politica di finanziamento incida sul livello di redditività netta e quindi sul tasso di crescita sostenibile, senza trascurare comunque il problema dei vincoli di indebitamento e la tendenza della redditività operativa che la formulazione matematica non contempla.

Da tale impostazione di carattere generale sono derivate alcune interessanti elaborazioni. Una di queste è quella proposta da Brunetti<sup>13</sup>, che individua numerose componenti le quali contribuiscono a determinare il tasso di sviluppo dell'impresa, inteso ora in termini di crescita dell'attivo netto.

Tale modello di crescita sostenibile accoglie oltre all'incremento derivante dall'autofinanziamento anche quello legato alla possibilità di ottenere nuovi capitali a titolo di rischio o onerosi, mediante la variazione del rapporto di indebitamento. La relazione è la seguente:

$$\frac{\Delta \text{An}}{\text{An}} = \frac{\text{AUTOFIN} \cdot \text{RI}}{\text{An}} + \frac{\Delta \text{N} \times \text{RI}}{\text{An}} + \frac{\Delta \text{RI} \times \text{N}_f}{\text{An}}$$

dove:

- An indica l'attivo netto, cioè il capitale investito al netto dei debiti non onerosi;
- AUTOFIN è l'autofinanziamento inteso come flusso di utili trattenuti;
- N è il capitale netto e N<sub>f</sub> è il capitale netto finale;
- RI indica il rapporto di indebitamento (An/N).

---

<sup>13</sup> G. Brunetti, *Il governo delle risorse finanziarie: il modello di sviluppo sostenibile*, in "Banche e banchieri", n. 10-1983.

L'uguaglianza ora mostrata indica in sintesi che il tasso di crescita totale dell'attivo netto è la risultante di tre addendi:

- 1) il saggio di variazione dell'attivo netto consentito dall'autofinanziamento;
- 2) il saggio di variazione dell'attivo netto consentito dalle variazioni extragestionali di capitale netto (conferimenti, aumenti di capitale, ecc.);
- 3) il saggio di variazione dell'attivo netto ottenibile modificando il tasso di indebitamento.

Un ulteriore modello<sup>14</sup> pone l'attenzione sulle aree gestionali che sono in grado di influire sul circuito finanziario. Questo modello si basa sul fatto che il tasso di crescita di un'azienda è dato dallo sviluppo del suo fatturato, il quale comporta conseguenze sulla struttura finanziaria dell'impresa e quindi sulla sua solidità e liquidità.

Il modello si pone l'obiettivo di individuare il tasso di crescita del fatturato che l'azienda può sostenere senza rischiare crisi di ordine finanziario. Vengono individuate quattro grandezze:

- a) rapporto tra capitale circolante netto e vendite, che misura l'incidenza del circolante netto sulle vendite (intensità di circolante);
- b) rapporto costi non monetari e vendite;
- c) rapporto tra reddito operativo caratteristico (ROC) e vendite, indica la redditività delle vendite;
- d) flussi di capitale circolante netto della gestione caratteristica rapportati alle vendite.

La somma dei rapporti b) e c) conduce al rapporto d), che va paragonato con il quoziente sub a):

$$\frac{\text{Flusso di CCN gestione caratteristica}}{V} \geq < \frac{\text{CCN}}{V}$$

Il confronto tra il rapporto CCN sulle vendite al punto a) ed i flussi di CCN caratteristico al punto d), consente di esprimere un giudizio sulla sostenibilità della crescita del fatturato nel tempo. Si possono avere le seguenti ipotesi:

- se il flusso di CCN caratteristico rapportato alle vendite è superiore al rapporto tra CCN e vendite la crescita è sostenibile, perché le risorse create dalla gestione caratteristica, oltre che a finanziare la crescita del fatturato, consentono di ridurre l'indebitamento;
- se il flusso di CCN caratteristico rapportato alle vendite è inferiore al rapporto tra CCN e vendite la crescita del fatturato non è sostenibile, perché la gestione tipica non riesce a produrre flussi di autofinanziamento in grado di coprire il fabbisogno rappresentato dall'incremento di fatturato. In questo caso sarà necessario ricorrere a fonti esterne;

---

<sup>14</sup> I. Facchinetti, *Le analisi di bilancio. Logica e metodologia delle analisi per margini, indici e flussi, per la conoscenza della realtà aziendale*, Milano, Il Sole 24 ore Libri, 2000, p. 217.

- se, infine, i due rapporti risultano uguali, l'incremento del fatturato è totalmente coperto dal flusso di circolante netto prodotto dalla gestione.

Un'altra interessante elaborazione è quella svolta da Mottura<sup>15</sup>, che propone un modello semplificato nel quale l'obiettivo consiste unicamente nello stabilire se il tasso di autofinanziamento sia sufficiente a consentire un determinato tasso di sviluppo (inteso in termini di fatturato), prescindendo pertanto deliberatamente dalle modalità di copertura-impiego dell'eventuale deficit / eccedenza riscontrata in proposito. L'approccio proposto da tale modello risulta differente da quelli visti per i modelli precedenti. La valutazione di sostenibilità viene affrontata dal lato opposto della situazione patrimoniale. L'analisi si incentra sul fabbisogno di capitale e sui fenomeni gestionali che lo determinano. Il modello individua i fattori che spiegano la relazione tra sviluppo e fabbisogno finanziario lordo. In formule il modello si esprime come segue:

$$\frac{CI}{V} \times \frac{\Delta V}{V} \geq \frac{AUTOFIN}{V}$$

dove:

- CI indica il capitale investito netto nell'azienda, vale a dire il totale delle attività al netto dei fondi di ammortamento e dei debiti "spontanei", intesi questi ultimi come quelle passività che sorgono spontaneamente per effetto dello sviluppo dell'impresa e che di norma non sono onerosi (un tipico esempio è rappresentato dal debito di fornitura);
- V rappresenta il fatturato e AUTOFIN, l'autofinanziamento, sempre inteso in senso stretto, cioè dalla differenza tra utile netto e dividendi distribuiti. E' ovvio che stiamo parlando di utili effettivi e non contabili, depurati quindi dalla presenza di eventuali politiche di bilancio;
- il rapporto  $\Delta V/V$  indica il tasso di sviluppo delle vendite tra un esercizio e quello precedente (oppure tra l'esercizio presente ed una previsione per quello successivo) e lo indichiamo con TSV.

Il rapporto tra il capitale investito e le vendite, detto intensità di capitale (IC), indica l'entità del capitale che l'impresa deve impiegare per conseguire un centesimo di Euro di fatturato. Il suo livello è influenzato non solo dal settore (è ad esempio più elevato nel settore siderurgico che in quello del commercio), ma anche dalle scelte strategiche operate dalle aziende. E' infatti evidente che le imprese che fanno largo ricorso al decentramento produttivo hanno un'intensità di capitale molto minore di quella di un'azienda che accentra ogni attività del processo produttivo al proprio interno.

---

<sup>15</sup> P. Mottura, *Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d'impresa*, in "Finanza marketing e produzione", n. 1-1987, Milano, EGEA.

Tale indicatore rappresenta uno dei quozienti più importanti all'interno del modello. Esso infatti, costituisce la sintesi di elementi tra loro eterogenei (ad esempio capitale circolante e capitale fisso), per comprendere che può essere caratterizzato da discontinuità anche di carattere non trascurabile.

Il primo membro dell'equazione può essere definito come "tasso di fabbisogno finanziario", il secondo come "tasso di copertura finanziaria" [Dessy, Gervasoni, 1994, p. 7] o margine di autofinanziamento (MAF). Il primo trae origine dalla configurazione di due caratteristiche dell'impresa: il suo tasso di sviluppo e l'intensità di capitale che le è tipico. Il secondo nasce dalla ricchezza autogenerata dall'azienda e non distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi.

E' quindi evidente che, in condizioni normali, il tasso di fabbisogno risulta positivo solo in presenza di crescita dell'impresa e che in tal caso esso sarà tanto più alto quanto più elevati sono, da un lato il tasso di sviluppo e, dall'altro, l'intensità di capitale.

Venendo ai risultati dell'equazione sopra riportata, essi possono essere sintetizzati come segue.

Nel caso in cui il primo ed il secondo membro dell'equazione si eguolino, il tasso di sviluppo previsto per l'impresa risulterà perfettamente compatibile con la quantità di risorse finanziarie prodotte dall'autofinanziamento; pertanto non si verificherà alcuna eccedenza o fabbisogno di natura finanziaria. Il saggio TSV, in questo caso, costituirà il tasso di sviluppo autonomamente sostenibile dall'impresa.

Nel caso in cui il primo membro dell'equazione risulti minore del secondo, le risorse derivanti dall'autofinanziamento saranno più che sufficienti ad alimentare lo sviluppo dell'impresa. Si avrà pertanto un avanzo di risorse finanziarie che potranno essere utilizzate in vari modi, ad esempio nell'ulteriore accelerazione del tasso di crescita dell'azienda (qualora le condizioni sia di mercato sia di altra natura lo consentano), nell'incremento del livello di integrazione (con conseguente aumento di intensità di capitale), nella diversificazione, in distribuzioni straordinarie di dividendi o nella riduzione dei finanziamenti.

Qualora infine, il primo membro risulti maggiore del secondo, le risorse finanziarie derivanti dall'autofinanziamento non saranno sufficienti a sostenere il tasso di sviluppo potenziale dell'impresa, la quale dovrà pertanto limitare il ritmo della propria crescita, salvo intervenire (sempre che ciò sia possibile) sull'intensità di capitale determinata dal rapporto CI/V, procedere a politiche di dividendi più parsimoniose al fine di incrementare il tasso di autofinanziamento, o, più verosimilmente, ricercare all'esterno le risorse finanziarie mancanti, sotto forma sia di debito sia di capitale di rischio.

I fattori rilevanti appaiono nel tasso di sviluppo delle vendite e nell'intensità del capitale. Il fabbisogno finanziario lordo è spiegato dalla relazione:

$$FFL = V_0 \cdot TSV \cdot IC$$

funzione del fatturato, del tasso di sviluppo dello stesso e dell'intensità di capitale. Il fabbisogno finanziario residuale, da coprirsi con l'incremento dei debiti finanziari o con eventuali aumenti di capitale, sarà quindi dato dalla differenza tra il fabbisogno lordo e l'autofinanziamento, come segue:

$$FFR = V_0 \cdot (TSV \cdot IC - MAF)$$

Tale modello nella sua diretta quanto semplice forma espositiva si caratterizza per il pregio dell'immediatezza concettuale e metodologica. I principali vantaggi si identificano nel fatto che [Pavarani, 2002, p. 14]:

- le variabili oggetto di stima sono due soltanto (IC e MAF); gli altri dati di input sono storici (vendite) o sono parametri decisionali (tasso di crescita dei ricavi);
- l'output del modello costituisce una puntuale indicazione per la pianificazione e consente di formulare un'immediata valutazione della sostenibilità dei piani aziendali, evidenziando l'impatto sulle linee di credito bancarie.

Il principale limite del modello invece consiste nella carenza di indicazioni di metodo per la stima dell'autofinanziamento, anche se l'autore propone una concezione classica per identificare le risorse autoprodotte<sup>16</sup>.

Il tasso massimo di sviluppo autonomo dell'impresa corrisponde alla misura di  $\Delta V/V$  che rende uguali i due membri della prima equazione vista. Il piano si autosostiene se l'autofinanziamento copre integralmente il fabbisogno finanziario residuale, in caso contrario la fattibilità del piano risulta legata alla capacità dell'impresa di mobilitare le risorse esterne necessarie, agendo quindi sul rapporto di indebitamento.

Si è quindi individuato il tasso di sviluppo autonomo, vale a dire quello consentito dal solo utilizzo delle risorse prodotte all'interno dell'impresa nel periodo precedente, prescindendo quindi dal ricorso a qualsiasi fonte esterna. In realtà se si considera che da un lato il processo di autofinanziamento contribuisce di norma, almeno in parte, ad aumentare il capitale netto, e dall'altro la quantità di credito disponibile, che in genere è collegata alle dimensioni dello stesso capitale netto, è agevole dedurre che ai processi di autofinanziamento si accompagna di solito un

---

<sup>16</sup> Mottura indica la somma degli utili di periodo non distribuiti, delle quote di ammortamento al netto delle spese per rinnovi e sostituzioni, degli accantonamenti ai fondi rischi e spese future al netto dei relativi utilizzi. Cfr. Mottura [1987].

incremento del credito disponibile [Dessy, 1996, p. 13]. L'impresa, in linea di principio, sarà pertanto in grado di fronteggiare un tasso di sviluppo anche superiore a quello sopra determinato<sup>17</sup>.

Come abbiamo già sottolineato, in proposito, il primo membro della relazione analitica sopra esposta esprime il fabbisogno finanziario, determinato dal prodotto tra intensità di capitale e tasso di sviluppo delle vendite. Pertanto, in assenza di sviluppo, le aziende non presentano un fabbisogno; in caso di crescita del fatturato, viceversa, il fabbisogno si presenterà tanto più consistente quanto più è elevata l'intensità di capitale (oltre che naturalmente il tasso di sviluppo stesso).

Ciò vale, come si è detto, nella grande maggioranza dei casi. Esistono tuttavia aziende che sono dotate di un capitale investito netto negativo, e pertanto si trovano in una situazione con intensità di capitale negativa. Tale fenomeno si verifica con una certa frequenza in determinati settori (ad esempio nella grande distribuzione organizzata) nei quali gli investimenti fissi e quelli in magazzino possono essere relativamente modesti, e quelli in crediti verso clienti sono nulli, data la consuetudine di questi ultimi di pagare in contanti. In tali situazioni, qualora i fornitori concedano tempi di pagamento alquanto prolungati, può verificarsi che i debiti verso fornitori superino tutte le altre voci di investimento.

In situazioni quale quella ora descritta, il ragionamento svolto in precedenza si inverte, e lo sviluppo dell'impresa tende a generare risorse, anziché assorbitarne [Dessy, 2001, p. 31]. Ogni unità monetaria di fatturato in più richiede infatti investimenti modesti, viene incassata per contanti, e si trasforma quindi in risorse liquide, dal momento che i fornitori verranno pagati in modo dilazionato.

Alcuni settori della cosiddetta *new economy*, in particolare quello del commercio elettronico, sembrano oggi puntare proprio sulla possibilità dello sviluppo di "autoalimentarsi" sotto il profilo finanziario, per tentare di conquistare posizioni di rilievo sul mercato. Tale comportamento tuttavia genera qualche interrogativo in quanto alimenta una sorta di circolo vizioso. Le imprese in questione, infatti, al fine di conseguire tassi di sviluppo elevati, ricorrono alla leva del prezzo, che viene tenuto estremamente basso: ciò se da un lato genera ulteriore sviluppo, dall'altro provoca perdite economiche, che possono essere coperte solo alimentando ulteriori processi di sviluppo. Tutto ciò rischia di trasformarsi in una corsa allo sviluppo che può essere sì impetuosa, ma non senza fine. Le aziende che non avranno raggiunto l'equilibrio tra costi e ricavi nel momento in cui il loro tasso di sviluppo tenderà ad attenuarsi o ad arrestarsi, rischieranno di cadere in una situazione di crisi probabilmente irreversibile.

---

<sup>17</sup> Questo concetto è ben espresso dal rapporto  $\frac{\text{AUTOFIN} \times \text{RI}}{\text{An}}$  nel modello di Brunetti, nel quale l'autofinanziamento viene moltiplicato per il rapporto di indebitamento al fine di esprimere appieno la variazione dell'attivo netto consentita dall'autofinanziamento stesso. Cfr. Brunetti [1983].

E' opportuno a questo punto sottolineare che l'impostazione di base degli algoritmi presentati implica alcune semplificazioni che non sempre trovano riscontro nella realtà. Facendo riferimento all'ultimo dei modelli presentati, le semplificazioni in questione possono così essere sintetizzate:

- a) *staticità del modello* – le variazioni verificatesi o previste vengono “fotografate” in determinati momenti (in genere alla chiusura di ogni esercizio annuale), mentre nella realtà le modifiche intervengono nel continuo. Possono pertanto verificarsi sfasamenti temporali tra il formarsi del fabbisogno e la sua soddisfazione. Anche a causa di ciò gli autori dei modelli suggeriscono di basarsi, di norma, sull'autofinanziamento conseguito nell'esercizio precedente a quello oggetto d'indagine. La validità della relazione, inoltre, è subordinata alla costanza di tutte le altre condizioni nelle quali si svolge la vita dell'azienda. Ad esempio si suppone che i debiti che vengono a scadenza nel periodo in esame siano rinnovati, in modo da consentire la continua uniformità rispetto alle condizioni di partenza;
- b) *stabilità dei prezzi di vendita* – il tasso di sviluppo delle vendite è calcolato ipotizzando la costanza dei prezzi di vendita unitari e dei costi di acquisizione dei fattori produttivi;
- c) *stabilità del rapporto  $CI/V$*  – il rapporto di intensità del capitale va inteso a valori correnti, che possono differire da quelli di bilancio a causa di motivi collegati a regole contabili (iscrizione al costo storico dei cespiti, quote costanti di ammortamento, ecc.). Il capitale investito (che è composto da attività materiali, immateriali al netto dei rispettivi fondi ammortamento e dei debiti non onerosi) va riferito alla sola gestione caratteristica dell'impresa ed è supposto stabile nel tempo. Tale ipotesi potrebbe non trovare riscontro nella realtà per numerosi motivi, tra i quali:
  - variazioni nella produttività, dovute sia a cambiamenti nella tecnologia che a mutamenti di efficienza di altra origine (ad esempio interventi sul capitale circolante netto);
  - variazioni del grado di integrazione verticale, a seguito vuoi di politiche volte al decremento produttivo, vuoi di processi di internalizzazione di determinate lavorazioni (interventi sulla catena del valore);
  - irregolarità del processo di incremento della capacità produttiva e difformità nel grado di sfruttamento della stessa (l'incremento della capacità produttiva e quindi del capitale investito, non avviene infatti nel continuo, ma ad intervalli ciclici, all'interno dei quali la stessa capacità viene sfruttata in modo non uniforme);
  - ricorso a forme di acquisizione dei fattori di produzione diversi dall'acquisto (ad esempio locazione o leasing).

Tali problemi non appaiono di scarsa rilevanza anche se possono essere in parte risolti operando una distinzione tra intensità di capitale strutturale, caratterizzante l'ultimo periodo concluso, ed intensità incrementale, che è quella che viene individuata come necessaria in senso prospettico per poter operare incrementi del fatturato [Mottura, 1987].

### 3 - Creazione di valore e pianificazione finanziaria

Si è visto come i modelli tradizionali di pianificazione enfatizzino l'aspetto concernente la natura e la composizione delle fonti di finanziamento e dei relativi indicatori; tutto ciò a scapito dell'economicità e più in generale di quelle scelte che, pur comportando notevoli sacrifici in termini finanziari, si dimostrino capaci di generare valore per l'impresa. Ordinare la convenienza delle opzioni, in sede di pianificazione, sulla base della loro capacità di produrre ricchezza come flusso economico, aumenta notevolmente le potenzialità informative del piano finanziario e allo stesso tempo ne riduce l'aleatorietà.

E' noto che l'impresa crea valore quando accresce il valore del capitale economico e cioè quando ottiene una remunerazione attuale e prospettica di tutti i fattori produttivi superiore ai rispettivi costi sostenuti per acquisirli (compresi anche gli oneri figurativi). Far crescere il valore significa che la combinazione prodotto-mercato-organizzazione opera con efficienza ed efficacia adeguate alla creazione di utilità [Silvi, 1994, p. 277].

Le determinanti del valore economico risiedono nell'ottenimento di un tasso di redditività superiore al costo del capitale, nella durata e consistenza di tale conseguimento, nell'articolazione temporale dei ritorni economici<sup>18</sup>.

Il valore economico aggiunto (EVA<sup>19</sup>) è una configurazione di reddito residuale ottenuto dalla differenza tra il reddito operativo caratteristico al netto delle imposte di competenza (NOPAT – Net Operative Profit After Taxes), generato dall'impresa ed il costo del capitale associato a tale attività<sup>20</sup>. Si tratta quindi della differenza che scaturisce dalla ricchezza prodotta e la remunerazione attesa degli investitori di capitali a titolo di rischio o di credito. L'EVA può essere indicato nel modo seguente:

$$EVA = (RONA - CMPC) \cdot K$$

---

<sup>18</sup> Cfr. L. Guatri, *La teoria di creazione del valore*, Milano, EGEA, 1991, cap. 2.

<sup>19</sup> EVA è un marchio registrato dalla società di consulenza Stern Steward & Co. Il significato e le implicazioni gestionali derivanti dall'adozione dell'indicatore sono ampiamente descritte in G. B. Stewart, *The Quest for Value: a Guide for Senior Managers*, New York, Harper Business, 1991, al quale si rimanda per un approfondimento.

<sup>20</sup> Cfr. Stewart [1991].

dove il RONA indica il tasso di redditività del capitale investito netto, dato dal rapporto tra reddito operativo caratteristico al netto delle imposte di competenza e capitale investito tipico iniziale al netto dei debiti non onerosi, CMPC rappresenta il costo medio ponderato del capitale e K il capitale investito netto tipico (iniziale)<sup>21</sup> espresso a valori economici correnti, vale a dire di ricchezza effettiva disponibile per coloro che hanno investito risorse nell'azienda.

Esprimere, come sopra, il capitale investito e quindi il RONA in termini economici significa eliminare le distorsioni prodotte a livello contabile, aumentando così il grado di attendibilità dei risultati. L'EVA, infatti, si basa sulla configurazione di reddito residuale determinato a partire dal risultato operativo caratteristico al netto delle imposte. Per reddito residuale può essere inteso, in prima approssimazione, il reddito aziendale al netto del costo del capitale impiegato, sia esso capitale ottenuto a titolo di debito o capitale proprio<sup>22</sup>.

In questo modello il costo del capitale è da intendersi per una data struttura finanziaria obbiettivo dell'impresa, come media ponderata del costo delle singole fonti di finanziamento espresse sempre a valori di mercato (costo medio ponderato del capitale CMPC o WACC). Ipotizzando una struttura finanziaria composta da mezzi propri N e mezzi di terzi D, tale costo sarà così calcolato:

$$CMPC = K_e \cdot \frac{N}{(N + D)} + K_d \cdot (1 - T) \cdot \frac{D}{(N + D)}$$

Dove  $K_e$  rappresenta il costo dei mezzi propri e  $K_d(1-T)$  il costo delle fonti di finanziamento onerose al netto del beneficio fiscale generato dall'indebitamento<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> Cfr. V. Coda, *Le determinanti della redditività operativa*, in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni e simulazioni economico-finanziarie di impresa*, Milano ETAS Libri, 1990, p. 43. Per le configurazioni del capitale di bilancio si veda G. Ferrero, *La valutazione del capitale di bilancio*, Milano, Giuffrè, 1967.

<sup>22</sup> Il concetto è stato proposto già da diverso tempo in letteratura, tuttavia è di interesse attuale vista la crescente applicazione che ne viene fatta per promuovere comportamenti orientati alla creazione del valore. Si veda in merito R. Giannetti, *Dal reddito al Valore. Analisi degli indicatori di creazione di valore basati sul reddito residuale*, Milano, Giuffrè editore, 2002, cap. 3; G. Donna, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Roma, Carocci, 1999, pp. 173-176.

<sup>23</sup> Il costo dei mezzi propri deve essere considerato come un costo opportunità e rappresenta il rendimento derivante da impieghi con lo stesso grado di rischio. Il metodo normalmente utilizzato per stimarlo è quello del CAPM (Capital Asset Pricing Model), secondo cui il costo del capitale proprio è dato dalla somma algebrica del rendimento derivante da attività prive di rischio ( $r_f$ ) e da un premio per il rischio. In generale, infatti, il rendimento di qualsiasi attività rischiosa è dato dal tasso di interesse puro (rendimento di attività prive di rischio) più la differenza tra il rendimento del portafoglio di mercato  $r_m$  (espresso dall'indice del mercato azionario) ed il tasso di interesse privo di rischio, moltiplicata per un coefficiente  $B$ , che rappresenta una misura del grado di rischio non diversificabile e quindi sistematico. In formula:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Si veda in merito W. F. Sharpe, *Capital asset prices: a theory of market equilibrium in conditions of risk*, in Journal of Finance, september 1964, pagg. 366-383. e R. Brealey., S. Myers., S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill Italia, 1999, Capp. 7 e 8.

Le relazioni appena esposte consentono di identificare le determinanti dell'EVA e quindi della performance economica. In particolare tale valore può aumentare:

- generando, a parità di capitale investito netto, un flusso di reddito operativo caratteristico maggiore, incrementando l'efficienza e l'efficacia della gestione tipica<sup>24</sup>;
- investendo risorse in attività con un tasso di rendimento superiore al costo del capitale;
- disinvestendo attività che non creano valore;
- diminuendo il costo del capitale, razionalizzando e ribilanciando la composizione delle fonti di finanziamento.

Pertanto notiamo, da quanto detto sopra, quali siano le principali determinanti dell'EVA. Se consideriamo costante il costo medio del capitale (almeno per il medio periodo) possiamo agire sulle componenti del RONA ed in particolare sulla redditività delle vendite (margini), sul turnover del capitale, ma anche sulla struttura dei costi (leva operativa) e sul mix delle vendite (prezzi e quantità), nonché sulla composizione del capitale investito (attivo fisso, attivo circolante)<sup>25</sup>.

Parlando di EVA si intende far riferimento ad un indicatore:

- concepito espressamente per favorire e monitorare la creazione del valore, in quanto, come già affrontato, lo spread tra la ricchezza creata e quella assorbita costituisce di fatto la variazione del valore economico dell'azienda;
- determinato a partire da dati contabili opportunamente rettificati ed integrati<sup>26</sup>;
- utilizzabile contemporaneamente per valutare la performance a consuntivo, programmare gli obiettivi del management, valutare i nuovi investimenti;
- utilizzabile insieme ad un sistema di incentivazione del management coerente con l'obiettivo di creazione del valore, in quanto allinea gli obiettivi della proprietà con quelli del management<sup>27</sup>.

L'EVA costituisce pertanto un indicatore di performance particolarmente efficace in quanto [Renoldi, 1997, p. 32]:

*1) opera su logica incrementale;*

---

<sup>24</sup> Per i concetti di efficienza ed efficacia rimandiamo a Farneti [1999], Marchi [1998, p. 534 e ss.].

<sup>25</sup> Questo, come detto, in un'ottica di medio periodo mentre nel lungo termine tutte le variabili diventano determinanti per incrementare il valore prodotto. Si pensi, ad esempio, alle politiche di ricerca e sviluppo, acquisizioni e fusioni, riorganizzazione operativa e gestionale, ecc.

<sup>26</sup> I proponenti dell'EVA suggeriscono di effettuare delle rettifiche ai risultati contabili al fine di eliminare, o almeno limitare, la possibilità che l'indicatore non fornisca informazioni idonee ad apprezzare la creazione di valore. Tuttavia viene fatta notare la valutazione di una concreta possibilità-opportunità di svolgere tali rettifiche, collegata al fatto di una complicazione del risultato e nella ricerca di un soddisfacente trade-off tra semplicità e precisione dell'indicatore. In merito alle rettifiche proposte si veda Stewart [1991, capp. 3 e 4], Giannetti [2002, pp. 245-258].

<sup>27</sup> Cfr. A. Lanzavecchia, *ABC, Balanced Scorecard ed EVA. Un confronto fra tre differenti strumenti per il value-based management*, in BUDGET, n.26.

- 2) è semplice da determinare perché rappresenta una grandezza assoluta calcolabile con dati derivanti dal bilancio d'esercizio e non richiede particolari elaborazioni extracontabili, se non le rettifiche quando si rendono necessarie;
- 3) si determina con riferimento ad ogni periodo amministrativo o a qualunque sottoperiodo;
- 4) è un indicatore di *nuovo valore per gli azionisti* per il fatto che mette a confronto il rendimento con il costo del capitale. E' evidente che, una volta riconosciuta una remunerazione congrua oltre al capitale di debito anche a quello di rischio, l'eventuale surplus che si dovesse registrare, rispetto al rendimento ottenuto dall'impresa sulle proprie attività d'investimento (condizione per un EVA positivo), non può che andare ad esclusivo beneficio degli azionisti attraverso il pagamento di dividendi o un incremento del valore dell'impresa in cui hanno investito;
- 5) tiene conto del *rischio* attraverso la misura del costo del capitale.

Allo stesso tempo però è da ricordare la sua complessità metodologica che richiede la stima del costo dei mezzi propri, difficilmente quantificabile con esattezza per le imprese non quotate e la difficoltà riscontrabile da parte di un analista esterno di valutare con esattezza la composizione del capitale investito, rischiando di sovra-sotto stimare il RONA.

Ai fini della pianificazione finanziaria risulta comunque molto utile un indicatore capace di delineare le traiettorie del valore, che si possono manifestare in presenza di differenti scelte legate alla stesura del piano e a variabili strutturali ed operative d'azienda. Si è già affermato, infatti, che non sempre la sostenibilità finanziaria di una decisione comporta l'economicità della stessa e che per effettuare una pianificazione realmente rispondente alle finalità aziendali è necessario perseguire, in maniera durevole, l'equilibrio economico. Per questo riteniamo che l'EVA possa configurarsi come un valido strumento capace di monitorare le variazioni del valore economico derivanti dai differenti scenari di pianificazione che l'impresa si trova a valutare.

#### **4 - Un'applicazione pratica dei modelli presentati**

Di seguito viene presentato un caso aziendale di pianificazione finanziaria dove si sono cercati di integrare i principali strumenti esposti in questo contributo (in particolare ci riferiamo al modello del tasso di crescita sostenibile, al modello di Mottura e all'Economic Value Added), valutando come le differenti ipotesi di simulazione possano influire sulla dinamica del valore e quindi sull'economicità dell'azienda.

In termini operativi si è compiuta un'integrazione di questi tre modelli, considerando il fatto che ognuno pone l'attenzione su di una ben precisa variabile. Si è tentato quindi di comporre una

visione sistemica mediante l'aggregazione di questi strumenti in un unico momento di pianificazione, aumentando il valore informativo dei risultati ma senza deteriorarne la validità.

Il modello di pianificazione di seguito esposto, da noi sviluppato, si configura come un bilancio sintetico previsionale completo di conto economico e stato patrimoniale, integrato però anche da un indicatore periodico di creazione del valore. La combinazione dei dati e dei risultati da poi origine ad indicatori economico-finanziari i quali si renderanno utili durante la valutazione prospettica dei casi. I calcoli sono stati impostati su foglio elettronico seguendo formule gestionali che esporremo in seguito; ora invece descriviamone la struttura logica.

Il modello proposto si costruisce sui seguenti gruppi di variabili:

- **input storici** – sono i dati in nostro possesso ricavabili dall'ultimo bilancio disponibile e si riferiscono ai ricavi di vendita, ai costi operativi tipici al capitale investito netto tipico, ai debiti finanziari ed al patrimonio netto;
- **costanti** – parametri che sono stati mantenuti fissi per tutta la simulazione e si riferiscono al tasso medio di interesse contabile ( $i_m$ )<sup>28</sup>, all'aliquota di imposta (T), all'intensità del capitale (IC) ed al costo medio ponderato del capitale (CMPC)<sup>29</sup>;
- **variabili decisionali** – sono i parametri critici del modello, quelli che hanno reso le simulazioni più attendibili anche per usi più professionali e si sono identificate nel tasso di sviluppo delle vendite (TSV), nel tasso di crescita dei costi operativi (TSC) e nel tasso di ritenzione degli utili (b). Le diverse combinazioni di questi valori hanno dato origine a differenti scenari operativi in termini di efficienza ed efficacia della gestione.

I risultati delle simulazioni, proiettati per un periodo di quattro anni consecutivi, hanno riguardato le seguenti variabili:

- fabbisogno finanziario lordo (FFL) e netto (FFN);
- autofinanziamento (AUTOFIN);
- conto economico sintetico riclassificato in termini funzionali;
- stato patrimoniale sintetico riclassificato in forma mista (attivo per liquidità, passivo per onerosità);
- EVA per singolo periodo ed EVA attualizzato<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Nel modello di programmazione finanziaria abbiamo assunto che il costo dell'indebitamento rimanesse costante per tutte le simulazioni. Il tasso di interesse medio contabile è stato ricavato dal rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari.

<sup>29</sup> Il CMPC è stato calcolato utilizzando le ponderazioni tra debito e capitale proprio derivanti dai valori di mercato, mediante ricerche nei database informatizzati AIDA e OSIRIS. Il costo del capitale proprio è stato stimato mediante la formula del CAPM, sempre considerando i dati tratti dai database sopra menzionati.

<sup>30</sup> Al fine di comprendere nella scelta anche il valore temporale della moneta, si è proceduto ad attualizzare tutti gli EVA di periodo al CMPC, per poi sommarli ed ottenere il valore attuale della ricchezza generata (o assorbita)

La combinazione dei risultati ha poi originato i principali indicatori di redditività, di struttura patrimoniale e di crescita (si veda fig. 1).

La formulazione analitica ha seguito questo percorso. Partendo dall'impostazione dei classici modelli economico-finanziari visti in precedenza<sup>31</sup> si è calcolato in un primo momento il fabbisogno finanziario lordo originato dalle previsioni di crescita delle vendite, per poi giungere a quello residuale, una volta detratto l'ammontare di risorse prodotte dalla gestione<sup>32</sup>.

$$\text{FFL} = V_0 \cdot \text{TSV} \cdot \text{IC}$$

$$\text{AUTOFIN} = \text{MAF} \cdot V_0$$

$$\text{FFR} = V_0 \cdot (\text{TSV} \cdot \text{IC} - \text{MAF})$$

Un fabbisogno finanziario residuale positivo denota una necessità di copertura con risorse esterne (nuovo debito ed aumenti di capitale sociale); nel nostro modello comunque ipotizzeremo che il fabbisogno residuale sia interamente coperto da un incremento dell'indebitamento verso banche ( $\Delta\text{CS}=0$ ), essendo l'azienda disposta a modificare il rapporto di indebitamento. Analiticamente:

$$V_0 \cdot (\text{TSV} \cdot \text{IC} - \text{MAF}) = \Delta\text{DF}$$

Ora, l'assunzione di nuovo debito oneroso provoca un incremento degli oneri finanziari che si vanno ad aggiungere a quelli calcolati sul debito pregresso in questo modo:

$$\text{OF} = (\text{DF}_0 + \Delta\text{DF}) \cdot i_m$$

Queste invece sono le altre relazioni che intercorrono nel modello:

$$V_1 = V_0 \cdot (1 + \text{TSV}); \quad \text{CO}_1 = \text{CO}_0 \cdot \text{TSC}; \quad \text{CI}_1 = V_1 \cdot \text{IC}; \quad \text{DF}_1 = (\text{DF}_0 + \Delta\text{DF});$$

$$\text{PN}_1 = \text{PN}_0 + \text{UT} \cdot \text{TRATT}_0; \quad \text{DNO} = \text{CI} - \text{PN} - \text{DF}$$

- Le vendite programmate sono calcolate in base al tasso di crescita dei ricavi, su quelle dell'anno precedente;
- i costi operativi sono ottenuti in base all'incremento percentuale (TSC) su quelli dell'anno precedente;
- Il capitale investito è calcolato come prodotto tra i ricavi di vendita e l'intensità del capitale, così pure per il capitale investito netto tipico;
- i debiti finanziari finali risultano dalla somma tra quelli iniziali e la variazione subita durante l'esercizio;
- si è ipotizzato un incremento del patrimonio netto esclusivamente causato dagli utili trattenuti, escludendo quindi la movimentazione di altre riserve;

---

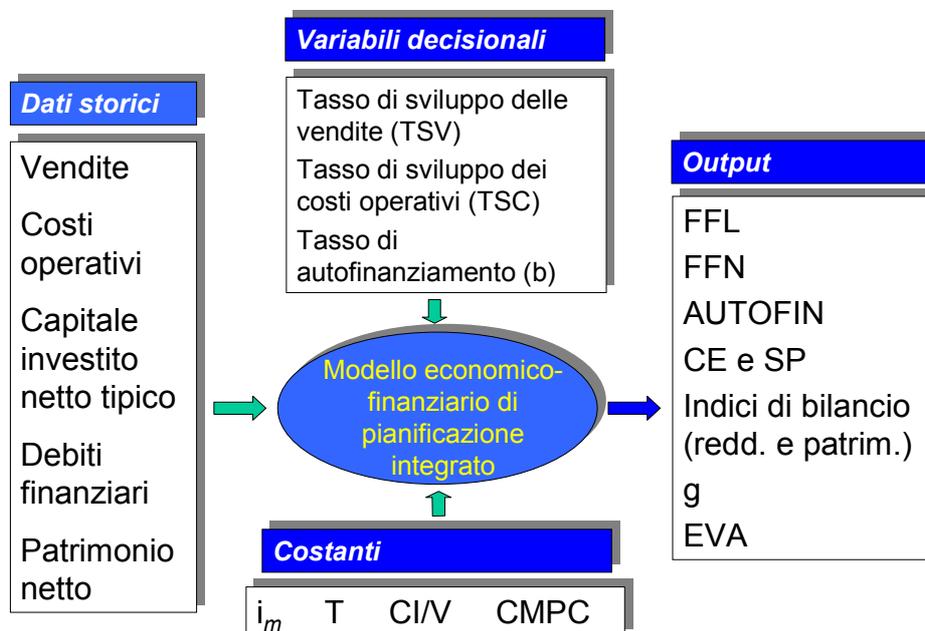
dall'attività di pianificazione finanziaria. Per approfondimenti si rimanda a Giannetti [2002, p. 268 e ss.], Guatri [1998, p. 450 e ss.].

<sup>31</sup> Cfr. Mottura [1987] e quanto scritto *retro* in merito al tasso di crescita sostenibile.

<sup>32</sup> Cfr. Mottura [1987], Pavarani [2002, p. 19].

- I debiti non onerosi (DNO) risultano dalla differenza tra il capitale investito, il patrimonio netto ed i debiti finanziari.

Fig. 1 - Il modello economico-finanziario di simulazione



Presentiamo quindi i risultati di alcune simulazioni applicate ad un caso aziendale (Farma Industry<sup>33</sup>).

Farma Industry è un'azienda che opera nel settore farmaceutico, in particolare della chimica farmaceutica. Produce prodotti con il proprio marchio ma anche principi attivi che poi vende ad altre aziende del settore. Il settore è in crescita grazie anche ai vantaggi competitivi duraturi e protetti che derivano dalla ricerca scientifica e dai brevetti.

Da un'analisi della situazione economico-finanziaria degli ultimi quattro anni è emerso un contesto sostanzialmente positivo: basso indebitamento, incremento dell'utile operativo e della redditività, incremento delle vendite (circa il 10% ogni esercizio). Ci si trova ora a dover prendere decisioni per i prossimi anni in merito all'esecuzione di alcuni investimenti determinanti ed alla loro modalità di finanziamento, ma più in particolare si vuole capire se l'attuale trend di crescita delle vendite risulti sostenibile nei prossimi esercizi, sia in termini di struttura finanziaria e del capitale investito, sia valutando la capacità dell'azienda di continuare a creare ricchezza. A tale fine, e per rendere più affidabili le simulazioni, sono stati ipotizzati tre scenari differenti (neutro, positivo e negativo) in termini di crescita dei ricavi, crescita dei costi operativi e tasso di ritenzione degli utili.

Partendo da uno scenario base con un tasso di crescita dei ricavi e dei costi pari al 10% ed un tasso di ritenzione degli utili pari al 50%, riferiti a tutti gli anni di programmazione otteniamo la

<sup>33</sup> Per motivi di riservatezza il nome qui riportato è di pura fantasia.

situazione di cui alla fig. 2. Il fabbisogno finanziario viene coperto per la maggior parte dall'autofinanziamento, lasciando comunque spazio ad incrementi dei debiti finanziari, distribuiti per tutto il periodo di pianificazione. La redditività operativa presenta un trend in diminuzione, mentre quella netta mostra un lieve aumento causato dall'effetto leva positivo. Lo scenario appare sostenibile sia ragionando in termini finanziari (si veda il rapporto di indebitamento e la copertura degli oneri finanziari), sia valutando la creazione di valore economico, positiva per tutto il periodo considerato nella simulazione. Tale alternativa, che bilancia l'efficienza e l'efficacia della gestione, appare quindi sostenibile nel termine più ampio che abbiamo voluto indagare, creando nuova ricchezza per la proprietà aziendale.

Fig. 2 – Risultati della simulazione su di uno scenario "base"

SC base	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
Ricavi delle vendite	260.642	286.706	315.376	346.914
FFT	29.011	31.912	35.103	38.613
AUTOFIN	24.468	30.109	32.966	36.103
FFN	4.543	1.803	2.137	2.510
ROC	24.209	26.128	28.239	30.561
Oneri Finanziari	10.679	10.870	11.096	11.362
ROI	17,4%	17,1%	16,8%	16,5%
RONA	8,25%	8,05%	7,87%	7,71%
ROE	12,66%	12,82%	12,99%	13,16%
D/CI	67%	68%	69%	70%
D/MP	0,95	0,91	0,87	0,84
Capitale investito netto tipico	145.936	160.529	176.582	194.241
Debiti finanziari	100.981	102.784	104.921	107.431
Patrimonio netto	106.321	113.049	120.296	128.109
Capitale investito totale	319.117	351.028	386.131	424.744
ROG/OF	3,1	3,2	3,3	3,5
Tasso di crescita sostenibile	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%
EVA	1.140	954	750	525
<b>VA EVA</b>	<b>2.886</b>			
TSV	10%	10%	10%	10%
TSC	10%	10%	10%	10%
b	50%	50%	50%	50%

Una seconda simulazione ha ipotizzato uno scenario competitivo favorevole in cui i ricavi presentano una crescita incrementale negli anni fino a raggiungere un tasso di variazione del 20%, accompagnati da una politica dei dividendi più restrittiva per tutta la durata della simulazione ( $b = 70\%$ ), al fine di incrementare le fonti per alimentare lo sviluppo. Anche la crescita dei costi resta in linea con quella dei ricavi, pur notando una lieve perdita di efficienza negli ultimi anni pianificati, conseguenza del marcato sviluppo delle vendite (fig. 3). In questo caso l'elevato trend di crescita da sostenere comporta ingenti quantità di fabbisogno finanziario, soprattutto negli ultimi periodi, in parte coperte dalle fonti interne ma per la restante facendo ricorso ai debiti finanziari, aumentando quindi in modo notevole il rapporto di indebitamento e l'entità del capitale di terzi. Inoltre si nota una lieve ma costante flessione degli indicatori di redditività sia netta sia operativa ed una riduzione della copertura degli oneri finanziari da parte del reddito operativo globale. L'azienda

crea valore in maniera via via sempre minore fino a distruggerlo nell'ultimo anno pianificato: la sostenibilità non appare quindi piena, in quanto vincolata alla distruzione di ricchezza economica.

Fig. 3 – Risultati della simulazione su di uno scenario positivo

SC positivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
Ricavi delle vendite	260.642	294.525	341.649	409.979
FFT	29.011	41.485	57.696	83.660
AUTOFIN	25.753	32.857	36.562	41.131
FFN	3.257	8.628	21.135	42.528
ROC	24.209	26.703	29.627	32.964
Oneri Finanziari	10.543	11.456	13.691	18.189
ROI	17,4%	17,2%	16,6%	15,7%
RONA	8,25%	8,10%	7,74%	7,12%
ROE	12,58%	12,37%	11,71%	10,32%
D/CI	66%	68%	70%	73%
Df/MP	0,93	0,93	1,02	1,25
Capitale investito netto tipico	145.936	164.908	191.293	229.551
Debiti finanziari	99.695	108.324	129.458	171.986
Patrimonio netto	107.606	117.083	127.224	137.656
Capitale investito totale	319.117	360.602	418.298	501.958
ROG/OF	3,1	3,1	2,8	2,3
Tasso di crescita sostenibile	8,81%	8,66%	8,20%	7,22%
EVA	1.140	1.046	564	-645
<b>VA EVA</b>	<b>1.938</b>			
TSV	10,0%	12,0%	15,0%	20,0%
TSC	10,0%	12,0%	15,1%	20,5%
b	70%	70%	70%	70%

Un terzo scenario ha ipotizzato una riduzione proporzionale dei ricavi nel tempo (e quindi dell'efficacia della gestione), senza però deteriorare l'efficienza dell'impresa e quindi la struttura dei costi. La condizione di crescita rallentata, ha portato ad una politica dei dividendi più generosa, con una riduzione del tasso di ritenzione degli utili graduale fino al 20% (fig. 4). Il fabbisogno, ora ridotto a causa della crescita limitata, viene coperto totalmente dall'autofinanziamento che riduce anche l'esposizione verso i debiti finanziari ed i correlati oneri; si nota un lieve decremento della redditività operativa ed un aumento del ROE dovuto agli incrementi dell'utile di esercizio. La struttura finanziaria migliora notevolmente, riducendosi il peso dei debiti finanziari e scontando gli effetti dell'autofinanziamento; un miglioramento anche in termini di copertura degli interessi passivi, mentre il tasso di sviluppo autonomo diminuisce in linea con l'andamento del fabbisogno. Si nota comunque che in questo scenario l'azienda crea ricchezza in tutti i periodi con un valore attuale degli EVA prodotti superiore a quello della precedente simulazione operativa.

Fig. 4 – Risultati della simulazione su di uno scenario negativo

SC negativo	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
Ricavi delle vendite	260.642	284.099	306.827	328.305
FFT	29.011	28.720	27.827	26.296
AUTOFIN	24.468	28.763	29.834	30.649
FFN	4.543	-43	-2.007	-4.353
ROC	24.209	25.936	27.609	29.191
Oneri Finanziari	10.679	10.675	10.463	10.002
ROI	17,4%	17,0%	16,7%	16,4%
RONA	8,25%	8,03%	7,85%	7,70%
ROE	12,66%	12,98%	13,47%	14,14%
D/CI	67%	68%	69%	70%
Df/MP	0,95	0,90	0,85	0,79
Capitale investito netto tipico	145.936	159.070	171.796	183.821
Debiti finanziari	100.981	100.938	98.931	94.579
Patrimonio netto	106.321	111.704	116.052	119.178
Capitale investito totale	319.117	347.837	375.664	401.961
ROG/OF	3,1	3,3	3,5	3,8
Tasso di crescita sostenibile	5,1%	3,9%	2,7%	2,8%
EVA	1.140	923	703	483
<b>VA EVA</b>	<b>2.791</b>			
TSV	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
TSC	10,0%	9,0%	7,0%	6,5%
b	50%	40%	30%	30%

Se infatti ragioniamo in termini di ricchezza generata dal piano finanziario e andiamo a valutare l'EVA attualizzato al periodo corrente, notiamo che la simulazione più ottimistica in termini di crescita dei ricavi (fig. 2), porta un valore per gli azionisti molto inferiore a quello generato nelle situazioni di staticità del mercato o di flessione delle vendite (figg. 3 e 4) . Fermo restando le ipotesi fatte in precedenza, che sottendono alle simulazioni, si è quindi dimostrato come il semplice impiego dei modelli di pianificazione economico-finanziaria non accompagnati da un adeguato indicatore di creazione di valore, portino a trascurare l'economicità dell'iniziativa, pregiudicando lo sviluppo necessario per consolidare o migliorare la posizione competitiva dell'impresa.

Dai risultati appare chiaro che, se si vuole perseguire l'incremento del valore per gli azionisti, non è necessariamente obbligatorio ricercare un'espansione delle grandezze operative e strutturali, quanto piuttosto perseguire quella combinazione tra efficienza ed efficacia capace di massimizzare la ricchezza economica prodotta.

## 5 - Considerazioni conclusive

Gli strumenti per la pianificazione economico-finanziaria sviluppati in letteratura e richiamati nella prima parte di questo lavoro rischiano di essere utilizzati in modo acritico e meccanico una volta assimilate ed individuate le principali relazioni tra le variabili coinvolte. La loro immediatezza ed adattabilità non deve far pensare all'operatore che questi si configurino come mezzi di previsione

infallibili o assolutamente affidabili. Questo perché, come abbiamo visto, la loro implementazione si basa su importanti ipotesi operative che, a favore della sinteticità, fanno perdere alcuni livelli informativi e di dettaglio, inoltre essi non considerano in maniera diretta le problematiche relative all'economicità insita nelle decisioni. Sicuramente però il loro utilizzo è giustificato dal fatto di essere immediati, semplici e diretti, ottimi punti di partenza per elaborare piani e programmi e per valutare, in prima approssimazione, gli sviluppi futuri della gestione aziendale.

Data la complessità del sistema azienda, si rendono però necessari maggiori dettagli informativi, in particolare ci riferiamo agli effetti che le decisioni in sede di pianificazione finanziaria possono portare alle variabili di redditività e più specificamente alla dimensione dell'economicità. Per tale motivo abbiamo esposto e descritto uno dei principali indicatori di creazione di valore basato sul concetto di reddito residuale, l'EVA, argomentando il fatto che non sempre la sostenibilità di un piano finanziario si accompagna con l'economicità dello stesso e la conseguente creazione di ricchezza per gli azionisti. La vera sostenibilità si verifica solo quando, in termini economici e quindi di valore, i benefici derivanti da una decisione sono superiori ai costi della decisione stessa.

Quanto affermato è stato poi dimostrato all'interno del caso aziendale esposto, dove si è potuto notare come la migliore condizione operativa non sia necessariamente quella riconducibile alle migliori previsioni di crescita, ma deve essere valutata in base alla ricchezza che è in grado di produrre. Per questo, a nostro parere si rende necessario, anche in fase di pianificazione, l'utilizzo di un indicatore di gestione del valore (in questo caso l'EVA, ma anche altre configurazioni di reddito residuale), capace di orientare le scelte del management in termini di economicità, prescindendo da falsi benefici o immediati vantaggi, ma ricercando e perseguendo quella combinazione ideale in termini di efficacia ed efficienza che deve contraddistinguere il sistema d'azienda ed il suo modulo di combinazione produttiva<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> Cfr. U. Bertini, *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Torino, Giappichelli, 1990, pp. 53 e ss.

## **Bibliografia**

- Bergamin Barbato M., (1991), *Pianificazione e controllo in un'ottica strategica*, Torino, UTET
- Bertini U., (1969), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Pisa, Corsi.
- Bertini U., (1990), *Il sistema di azienda. Schema di analisi*, Torino, Giappichelli.
- Bertini U. (1991), *Scritti di politica aziendale*, Torino, Giappichelli.
- Brealey R., Myers S., Sandri S., (1999), *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill Italia.
- Brunetti G., (1983), *Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile*, in "Banche e banchieri", n. 10.
- Brunetti G., Coda V., Favotto F., (1990), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Milano, ETAS Libri.
- Brusa L., Zamprognà L., (1995), *Finanza d'impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria: modello contabile e modello del valore*, Milano, ETAS Libri.
- Bubbio A., (1984), *Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari. Due strumenti a supporto dell'attività di direzione*, Torino, ISEDI.
- Dessy A., Gervasoni A., (1994), *Come finanziare l'impresa. Guida pratica agli strumenti a disposizione dell'azienda*, Milano, Il Sole 24 ore.
- Dessy A., (1996), *Autofinanziamento e sviluppo dell'impresa*, in Dessy A., Vender J., (a cura di), (1996), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Milano, EGEA, pp. 1-35.
- Dessy A., (2001), *Capitale di debito e sviluppo dell'impresa*, Milano, EGEA.
- Donna G., (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*,. Roma, Carocci.
- Facchinetti I., (2000), *Le analisi di bilancio*, Milano, Il Sole 24 Ore.
- Farneti G., (1999), *Verso una nuova definizione di "azienda", con quali conseguenze sull'Economia Aziendale: prime riflessioni*, in "Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale", n. 7/8, Roma, RIREA editore, pp. 346-361.
- Ferrero G., (1967), *La valutazione del capitale di bilancio*, Milano, Giuffrè.
- Giannetti R., (2002), *Dal reddito al valore. Analisi degli indicatori di creazione di valore basati sul reddito residuale*, Milano, Giuffrè.
- Guatri L., (1991), *La teoria della creazione del valore*, Milano, EGEA.
- Guatri L., (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, EGEA.
- Lanzavecchia A., "ABC, Balanced Scorecard ed EVA. Un confronto fra tre differenti strumenti per il value-based management", in BUDGET, n.26.
- Marchi L., (1998), *Introduzione allo studio dell'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Torino, Giappichelli.
- Mella P., (1992), *Economia aziendale*, Torino, UTET.
- Mottura P., (1987), *Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d'impresa*, in "Finanza marketing e produzione", n. 1, Milano, EGEA.
- Pavarani E., (2002), *Sviluppo dell'impresa e fabbisogno di capitali: un modello sintetico per la pianificazione finanziaria*, in "Analisi finanziaria", n. 46, Milano, IFAF.
- Renoldi A., (1997), *Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale*, Milano, EGEA,.
- Sharpe W. F., (1964), *Capital asset prices: a theory of market equilibrium in conditions of risk*, in Journal of Finance, september.

- Silvi R., (1994), *Crescita sostenibile e creazione di valore: un modello integrato di analisi*, in “Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale”, n. 5, Roma, RIREA editore, pp. 266-286.
- Silvi R., (1995), *La progettazione del sistema di misurazione della performance aziendale*, Torino, Giappichelli.
- Stewart G. B., (1991), *The Quest for Value: a guide for senior managers*, New York, Harper Business.
- Zakon A.J., (1966), *Growth and Financial Strategy*, Boston MA, the Boston Consulting Group.
- Zappa G., (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Milano, Giuffrè.
-