

# RESPONSABILITÀ:

ARTICOLO 2740: 1. Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri.

Il debitore = colui che contrae un debito e tenuto a saldare il debito con tutti i suoi beni presenti e futuri  
→ Ha una responsabilità che è ILLIMITATA, colpisce tutto il suo patrimonio

Ci chiediamo chi è responsabile dei debiti contratti dall'azienda?  
OSS: l'azienda da un punto di vista giuridico ≠ impresa (cioè che intendiamo noi)  
↓  
intendendo una serie di attività

L'IMPRESA può essere:  
INDIVIDUALE, unico soggetto → Qui NON ESISTE SEPARAZIONE tra patrimonio dell'impresa e patrimonio del soggetto  
↓  
COLLETTIVA: un gruppo di persone perisce l'impresa  
↓  
Cioè rischia tutti i suoi beni presenti e futuri nel corso dell'esercizio

Es. società, associazione, ecc.

Consideriamo la SOCIETÀ, ne abbiamo 2 tipi:

- SOCIETÀ DI PERSONE: { S.S.: SETTELUCE  
S.N.C.: IN NOME COLLETTIVO
- SOCIETÀ DI CAPITALE: { SPA: PER AZIONI  
SRL: A RESPONSABILITÀ LIMITATA

► Nelle SOCIETÀ DI PERSONE:

Le persone danno l'azienda del capitale iniziale di cui ha bisogno per iniziare, trasferendo una parte della loro ricchezza all'azienda

Es. 3 soci =  $\frac{100'000}{200'000} \Rightarrow$  Capitale netto = 1'000'000 € → apporto da parte dei soci della società

Supponiamo che ora la società contrae un debito di 2'000'000 € e supponiamo che la società non riesca a ripagare tale debito alla scadenza.

→ Allora la responsabilità sarà illimitata e solidale

i) ILLIMITATA: ogni debitore (socio) risponde con TUTTO il suo patrimonio presente e futuro

ii) SOLIDALE: la banca = il creditore può scegliere a chi chiedere il pagamento e può chiedergli di pagare l'intero ammontare (non solo 2/10)

↓  
Poi eventualmente sarà lui a pagare con i restanti soci  
eventualmente può agire sul suo intero patrimonio

N.B. NON c'è distinzione tra patrimonio della società e patrimonio dei soci  
→ cioè quello che conta è il capitale dei soci

⇒ Nelle società in cui c'è un socio "ricco" allora il creditore può fare affidamento facilmente su quella società perché dietro c'è tutto il suo personale patrimonio. Perciò il creditore è tutelato perché la garanzia è rappresentata dal patrimonio dei soci

In realtà il diritto concede ai soci il beneficio della preventiva escussione  
→ cioè la banca prima deve cercare di soddisfare la propria pretesa creditoria sul patrimonio della società e poi eventualmente può rivolgersi al socio

▷ Nelle SOCIETÀ PER AZIONI, invece:

i soci diventano meno importanti, perché viene garantita loro la SEPARAZIONE TRA IL LORO PATRIMONIO E QUELLO DELLA SOCIETÀ

→ Ogni socio rischia solo la capitale che ha apposto e quella che eventualmente viene creata in seguito

La responsabilità è LIMITATA e INDIVIDUALE

limitata al conferimento, cioè a quanto è stato investito nella società

⇒ Separazione netta tra patrimonio dei soci e patrimonio della società  
Cioè l'unica garanzia è offerta dal patrimonio aziendale

Quindi possono venire apprestate solo le ATTIVITÀ AZIENDALI  
↳ rappresentano la garanzia

• Per ogni 1€ di debito voglio che ci sia almeno <sup>ad es.</sup> 1,6€ di attività sulle quali posso esercitare le pretese creditorie  
(→ perché ad ogni attività sulla in bilancio per 1 corrisponde un valore di liquidazione < 1)

⇒ le pretese creditorie si scaricano su quelle attività che possono essere vendute = liquidate, cioè che hanno un mercato

OSS: Se il capitale netto sta aumentando, allora la garanzia dei terzi è migliore

⇒ IL CAPITALE NETTO può essere visto come una MISURA DI GARANZIA

Ma, il fatto che il CN cambia nel tempo è un problema, perché chi ci concede un prestito vorrebbe una garanzia costante/stabile

→ Noi sappiamo che è meglio stimare il CN verso il minimo nazionale e i pionieri ci dicono di stimarlo ancora di più verso il minimo: → ancora più prudente  
Cioè ho stime diverse della stessa entità CN:

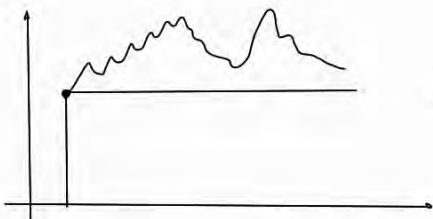
### 1) CAPITALE NETTO DI FUNZIONAMENTO

cioè stima otturata con il principio di continuità nel tempo = garantire il funzionamento dell'azienda evitando di distribuire ricchezza che non è stata creata

2) **CAPITALE SOUBLE** <sup>→ nelle società (ma imprese individuali)</sup> numero fisso  
DEF. GIURIDICA: il capitale sociale è l'entità numerica rigida posta dall'ordinamento giuridico a tutela dei terzi creditori

→ cifra che rappresenta la garanzia minima che diamo ai terzi creditori

→ È una stima MOLTO PRUDENTE (= stima per difetto della ricchezza)

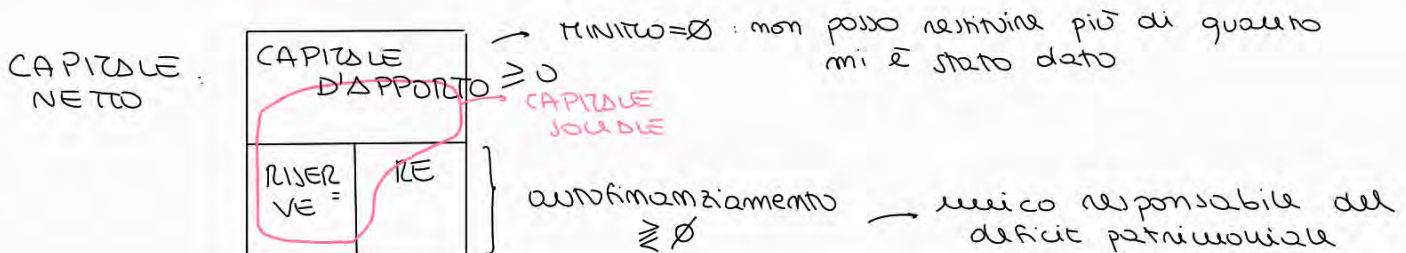


CAPITALE SOUBLE rimane STABILE → NON riflette le variazioni di valore  
E generalmente è al di sotto del capitale netto  
Cioè comunichiamo ai terzi una ricchezza INFERIORE o quella effettiva delle date di bilancio

Il capitale sociale deve essere scritto in TUTTI i documenti della società

IL CAPITALE SOUBLE COMUNICA IL LIVELLO DI GARANZIA!

Anche nel bilancio



↓  
capitale sociale può essere formato da c. d'apporto, ma anche da autofinanziamento  
Ci sono quote di capitale d'apporto e di autofinanziamento che NON fanno parte del capitale sociale

— della vita aziendale

Normalmente, all'INIZIO, CAPITALE SOCIALE  $\equiv$  CAPITALE D'APPORTO

→ essi coincidono anche con il capitale netto, perché NON esiste ancora autofinanziamento

Successivamente per effetto degli utili che vengono prodotti, il capitale netto cambia, allontanandosi dal capitale sociale:

$$CN \geq C. D'APPORTO = CAPITALE SOCIALE$$

Il problema è quando  $CN < CAPITALE SOCIALE$ , perché si sta dicendo ai possibili finanziatori che c'è una garanzia migliore di quella reale

- Nelle società per azioni, come abbiamo già visto, la responsabilità è limitata, inoltre, c'è la possibilità per i soci di farsi sostituire da qualcun altro  
Per facilitare questa sostituzione si è deciso di incorporare il diritto in un foglio di carta → ciò serve per agevolare il commercio

Nel nostro caso il diritto di far parte della società circola su un foglio → La qualità dei soci è rappresentata da AZIONI

↓  
Sono TITOLI DI CREDITI

(⇒ ciò NON può valere per una società di persone)

L'azione corrisponde alla quota parte del contratto sociale

Cioè con ogni azione circola una posizione complessa da alcuni diritti e alcuni doveri  
es. diritto di partecipare alle assemblee, di votare, di ricevere una quota della società se essa viene liquidata, ecc.

Nel momento in cui passo la mia azione NON ho più diritti

N.B. IL CAPITALE SOCIALE È DIVISO PER AZIONI

$$\rightarrow \frac{CS}{\#AZIONI} = VNU$$

Normalmente si cerca di dividere il capitale sociale in modo tale che il valore di ciascuna azione sia piuttosto basso

→ perché se un socio vuole cedere le sue azioni a qualcun altro è più facile farlo se ha molte azioni che valgono poco

Per ciò è meglio frazionare il capitale sociale in un numero elevato di azioni in modo tale da favorire la cessione delle azioni sul mercato, cioè a una pluralità di interlocutori

• La prima volta avviene:

- i) EMISSIONE AZIONARIA → azienda ha bisogno di soldi = DI FINANZIAMENTO
- ii) UN SOGGETTO SOTTOSCRIVE L'AZIONE → soggetto che vuole investire la sua ricchezza nella società = FINANZIATORE

OPERAZIONE

Esempio: voglio avere 1000€ e decido di emettere 5 azioni

i) Devo fare che ogni azione vale:  $\frac{1000€}{5\#} = 200€/\#$

Soppoiamo di avere 2 soci, uno ne prende 3 e l'altro 2

Il primo paga  $200 \cdot 3 = 600€$  e gli dà 3 fogli di carta

Il secondo versa  $200 \cdot 2 = 400€$  e gli dà 2 fogli di carta

→ CN = CS = 1000 € e il primo è titolare dei 3/5 = 600€ del capitale sociale → non si è NE arricchito, NE impoverito

→ la società che emette azioni si **ARRICCHISCE**, perché emette delle azioni che nelle proprie mani valgono zero e rievano dei soldi

→ ciò porta la società ad arricchirsi **NON** per lo sviluppo del processo produttivo

Esempio: 
$$\frac{SP}{800€ / P = 500€}$$
  

$$CASA / N = 300€$$

⇒ Quarta azienda dà 600€ alla società di prima e riceve 3# al posto della cassa ⇒ FA UN INVESTIMENTO attivo di secondo grado, perché dietro ci stanno attività e passività dell'azienda emittente

Valore delle azioni può essere:

**STORICO** = 600€ (100 l'una) oppure **CORRENTE** che varia

↓  
**VALORE NOMINALE DELL'AZIONE**

$$\frac{\text{CAPITALE SOCIALE}}{\# \text{ AZIONI}}$$

↓  
 im base all'andamento dell'azienda

= **VALORE CONTABILE**

$$\frac{\text{CAPITALE NETTO}}{\# \text{ AZIONI}}$$

→ la prima volta che vengono emesse

• La sottoscrizione delle azioni avviene nel **PERIODO PRIMARIO**

Poi c'è un altro mercato in cui il socio che ha sottoscritto la azione decide di offrire

→ **PERIODO SECONDARIO**: transazioni tra investitori

Ciò **NON** cambia la nicchia a disposizione dell'azienda che emette le azioni

↳ si tratta sempre di incontro tra domanda e offerta

• Se guardiamo al bilancio dell'emittente:

→ **Trasferimento unilaterale di ricchezza dal patrimonio del socio al patrimonio dell'emittente**

FINANZIAMENTO ← INVESTIMENTO →

I conferimenti possono essere in moneta o in natura

→ i primi avranno una stima oggettiva, i secondi no

Ci può anche essere il conferimento di un'altra azienda, perciò vengono conferiti SA - SP

→ un socio sottoscrive un'azione di una società per **OTTENERE UN FUSO DI DIVIDENDI** (vengono pagati 1 volta l'anno (Italia), 4 volte all'anno (America))

Insomma lo fa per ottenere un **CAPITAL GAIN**:

cioè se l'azienda opera bene, ma non distribuisce niente, la sua azione con il tempo vale sempre di più

NON mina ad una liquidazione della società, ma mina ad una **LIQUIDITÀ DEL PERIODO** = possibilità di trovare un sostituto nel momento in cui voglio usare dall'investimento

→ la Borsa nasce per questo

• Cosa succede quando l'azienda che ha emesso le azioni distribuisce l'utile: **Diminuisce il capitale netto**:

→ distribuzione di utili = movimento diretto di **MOTO** = non dovuto allo sviluppo del processo produttivo, perciò **NON** va nel conto economico

+  
 ↓ UTILI      ↓ DEBITO → nei confronti degli azionisti per dividendi }  
 ↓ CASSA      ↓ → oppure avviene immediatamente      poi esce la casa

Dall'altra parte i soci avranno:

$\left\{ \begin{array}{l} + \\ - \end{array} \right.$ 
 CREDITO DIVIDENDI → RISCO PER DIVIDENDI, cioè per un investimento  
 CASSA Sta in PROVENA FINANZIARIA (NON operativa)  
 Attività

Esempio:  $A = 1500€$   $P = 300€$   $N = 600€$  e vengono emesse 100 # azioni  
 → il loro valore contabile è  $\frac{600}{100} = 6€$   
 → Il mercato è  $\frac{1500 - 300}{100} = 6€$   
 cioè chi possiede un'azione ha  $\frac{1}{100}$  di attività e  $\frac{1}{100}$  di passività dell'azienda

Poi chi ha sottoscritto le azioni può fare un disinvestimento = cedere la sua azione = cede il foglio → costo di una vendita e può avere un profitto da realizzato o una perdita da realizzato  
 ↳ CAPITAL GAIN

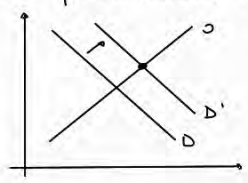
→ Cio' va inserito nel conto economico nel momento della vendita (è come una merce)

Si basa su questo è stato pagato inizialmente

Es. un'azione che ho pagato 20€ la cedo a 35€ → ho un profitto da realizzato di 15€. Se l'ho venduto a 25€ ha una perdita da realizzato di 10€

Una terza stima del CN = A - P nasce dall'incontro tra domanda e offerta. Il valore sul mercato sarà diverso da quello di bilancio  
 → Il mercato è influenzato da TUTTORI

Ad es: un'azienda ha firmato un contratto ventennale per 10 anni, cioè in bilancio non viene rappresentato per il principio di prudenza, ma quando questa notizia arriva sul mercato aumenterà la domanda e di conseguenza anche il prezzo dell'azione



⇒ VALORE DI MERCATO \* # AZIONI

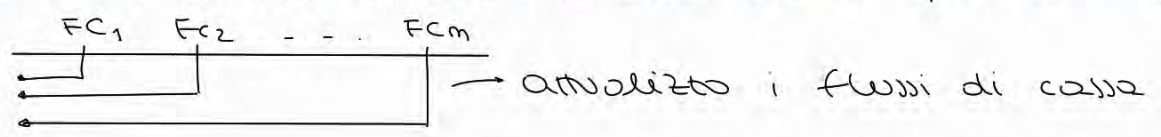
→ vale l'opinione media generale  
 → Qui NON c'è prudenza

Si chiama valore di CAPITALIZZAZIONE DI BORSA = VALORE DI MERCATO DELL'AZIENDA

Quarta valutazione possibile per l'azienda: W = SOMMA DEI VALORI STIMATI DEI FLUSSI DI CASSA FUTURI

→ valore l'azienda sulla base della sua redditività futura, cioè sulla base della capacità di generare cassa

cioè valutiamo le attività sui benefici futuri che si spende che si genera



⇒  $W = \sum_j VA(FC_j)$

⇒ Es. un'azienda che produce 1000000 di utile vale:  $\frac{1000000}{10\%} = 10'000'000$

immediatamente che da qui in poi l'azienda abbia utili di 1000000

Un particolare per stimare il netto con questo ultimo metodo di stima:  
 Per le attività posso stimarle vedendo quanto esse mi danno in termini di risultato futuro ⇒ Guardo ai flussi di cassa / di reddito PRIMA DEL PAGAMENTO DEGLI INTERESSI

→ **ASSET SIDE**, che prende in considerazione il flusso di cassa libero che deriva dalla gestione dell'azienda  
 guarda ai flussi di cassa al netto dei flussi di cassa che servono a remunerare e a restituire il debito

→ Il VA delle attività si chiama ENTERPRISE VALUE  
 se a ciò sottraggo le passività <sup>ammortizzate</sup> ottengo il valore del CAPITALE NETTO

→ come tasso usiamo il WACC

Un'altra modalità è **EQUITY SIDE**, cioè considero solo i flussi di cassa liberi per remunerare tutti gli azionisti (cambia il tasso)

• **Esempio**: società con 2 soci che sottoscrivono uno 2# azione e l'altro 3#  
 Le pagano 200€/#  
 ⇒ valore iniziale società = 5·200 = 1000€ di tutta cassa

SP	
A=1000	P=0
	N=1000
↑↑	
3#	
2#	

Però C. SOCIALE = C. D'APPORTO  
 Supponiamo che ROE = 20% e  $\frac{\text{DIVIDENDI}}{\text{RE}} = 50\%$   
 → Il 1° anno avrà guadagnato 200 e distribuito 50% · 200 = 100€  
 Però anno 1000 + (200 - 100) = 1100, guadagna 220, di cui me distribuisce 110  
 → anno 1100 + 110 = 1210, me guadagna 1210 · 20% = 242 e me distribuisce 121  
 → Anno 2 1210 + 121 = 1331 ⇒ N =  $\begin{cases} \text{CDA} = \text{CS} = 1000€ \\ \text{RIVERVE} = 331€ \end{cases}$

Supponiamo allora di avere:

SP	
A=1000€	P=7669€
	N=1331€

AZIONE:  
 ⇒  $\begin{cases} \text{Valore NOMINALE} = \frac{1000}{5} = 200€ \\ \text{Valore CONTABILE} = \frac{1331}{5} = 266€ \end{cases}$

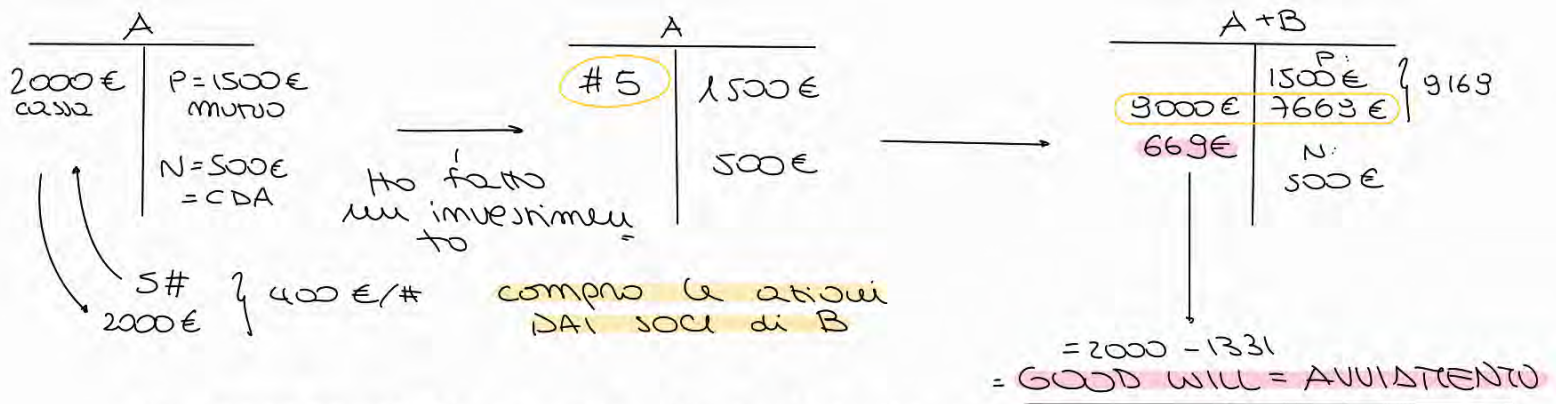
⇒ Valore AZIENDA ≈  $\frac{220}{10\%} = 2200€$  con 4° stima

faccio una stima dei 3 flussi di utile = 200, 220, 242 ≈ 220

Se l'azienda, però, continuasse a crescere allora varrebbe di più (qui supponiamo stazionaria)

Ona supponiamo che ci sia un'azienda A che decide di comprare questa azienda e dopo vari accordi la compra per 2000€

Supponiamo che A abbia solo 500€, deve chiedere allora un prestito:



Ho pagato 669€ in più di quello che l'azienda vale a bilancio perché le attività e le passività sono state organizzate in modo tale di produrre 220€ da qui in avanti  
 → pago il servizio per aver organizzato bene ciò che sto comprando

Good will nasce dalla differenza tra il valore pagato per un'azienda e il valore per il quale quell'azienda è rappresentata a bilancio

N.B. È iscritto nel patrimonio di chi ACQUISTA L'AZIENDA  
 È un intangibile = capitale fisso immateriale

Questo valore maggiore è dovuto al fatto che B ha dimostrato di avere un'ORGANIZZAZIONE FUNZIONALE → e perciò continuerà ad avere risultati positivi (abbiamo superato 220€)

$$\rightarrow \text{GOOD WILL} = P_{\text{ACA}} - A_{\text{BILANCIO}} + P_{\text{BILANCIO}}$$

→ Posso avere anche BDD WILL se il prezzo di acquisto della società è MINORE di  $A_{\text{BILANCIO}} - P_{\text{BILANCIO}}$

$$\text{BDD WILL} = A_{\text{BIL}} - P_{\text{BIL}} - P_{\text{ACA}} \rightarrow \text{avviamento negativo}$$

Qui pago di meno di quanto vale quell'azienda a bilancio

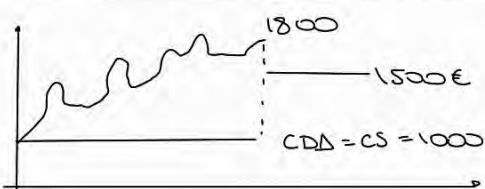
N.B. L'ORGANIZZAZIONE è importante, è la terza componente dopo il soggetto e il capitale  
 due diverse risorse

L'AVVIAMENTO può essere:

- AUTOPRODOTTO: la MIA capacità di organizzare le cose - crea valore a bilancio vale 0 → non lo scivo per prudenza
- PAGATO se c'è uno scambio  
 è a bilancio: cioè nel mio bilancio c'è scritto l'avviamento di qualcun altro che ora è diventato mio dato che ho comprato l'azienda

N.B. l'avviamento positivo sta nelle attività, quello negativo sta nel capitale netto

Es: l'azienda decide di non voler più avere la garanzia a 1000€ ma vorrebbe ottenerla a 1500€ perché ha creato utili e li ha trattenuti  
 Tale azione che porta ad un AUMENTO DEL CAPITALE SOGGETTO SENZA CHE CI SIA UN AUMENTO DEL CAPITALE NETTO si chiama:



È un atto puramente formale AUMENTO CAPITALE =  $\Delta CS$

→ Il CN è sempre lo stesso, si tratta di una pura riclassificazione delle quote ideali del CN

→  $CS \neq CDA \neq CN$  ci sono delle quote di capitale sociale formate da autofinanziamento

→ Facendo ciò le riserve che si incorporano nel capitale sociale diventano più difficili da trasferire

Cioè cambia la matrice giuridica non quella aziendale

Però può essere fatto più affidamento sul fatto che quella ricchezza ci sia (= maggiore parzialità)

→ Facendo ciò otteniamo che:

$$V.N. \text{ unitario} = \frac{CS}{\# \text{ AZIONI}}$$

$$\Rightarrow CS = \# \text{ AZIONI} \cdot V.N.U.$$

Però per aumentare il CS o aumentiamo il numero di azioni o il valore nominale unitario

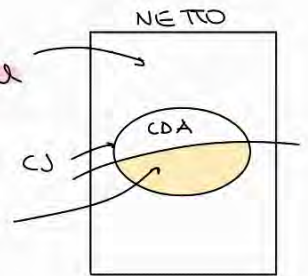
Per i soci NON cambia quale delle due quantità cambia, perché saranno detentori sempre della stessa porzione di ricchezza

### DEF FONDI PARTICOLARI DI CAPITALE D'APPORTO

è il capitale d'apporto che NON sta all'interno del capitale sociale

### RISERVE INCORPORATE

sono le quote di riserve incorporate nel capitale sociale



Es. (più fatto)

$$200 \text{ €}/\# \cdot 5\# = 1000 \text{ €} \text{ capitale sociale}$$

UNO IMPORTO MINIMO che può essere trasferito dai soci verso la società

→ Le azioni NON possono essere emesse al di sotto del valore nominale (cioè vale solo all'emissione)

perché non può essere comunicato una ricchezza inferiore di quella che si riceve

→ Le azioni possono essere emesse alla pari o sopra la pari

→  $CS < CN$  o  $CS = CN$

Esempio: viene fatta una società con 2 soci

→ vengono apportati 4000€ da 4 azioni (1000€/#)

$$\Rightarrow \begin{array}{l|l} \text{CDA} & P=0 \\ \hline 4000 \text{ €} & N=4000 = \text{CDA} = \text{CS} \end{array}$$

→ Dopo un certo numero di anni:

$$\begin{array}{l|l} \text{CDA} & P=0 \\ \hline 18'000 & N=18'000 \end{array} \left\{ \begin{array}{l} 4000 \text{ CDA} = \text{CS} \\ 14'000 \text{ AUTOF.} \end{array} \right.$$

$$\Rightarrow \text{VALORE NOMINALE AZIONE} = 1000 \text{ €} = CS / \# \text{ AZIONI}$$

$$\text{VALORE CONTABILE} = \frac{18'000}{4} = 4500 \text{ €} = CN / \# \text{ AZIONI}$$

Se a un certo punto si decide di far entrare un terzo socio con il nostro stesso 'peso', bisognerà emettere 2 nuove azioni:



20'000	P=0
	N=20000

$$\left\{ \begin{array}{l} 6000 \text{ € CDA} = \text{CS} \\ 14'000 \text{ € AUTOF.} \end{array} \right.$$

$$\downarrow$$

$$V.N. = 1000 \text{ €/\#}$$

Se a un certo punto si decide di chiudere la società, ogni socio riceve  $\frac{20'000}{3} \Rightarrow$  È una frequenza per i primi soci, perché il nuovo socio si porta a casa una parte degli utili prodotti e non distribuiti in precedenza

$\Rightarrow$  Perciò in queste situazioni di solito, per equilibrare, l'emissione successiva delle azioni avviene ad un valore SOPRA LA PARTE di un valore teorico.

serve ad equilibrare, in teoria, la posizione del nuovo socio entrante nei confronti dei soci precedenti

SOPRAPPREZZO TEORICO UNITARIO =  $\frac{CN - CS}{\# \text{ AZIONI}}$  } parte della nicchia non inclusa nel capitale sociale  
 prima della nuova emissione

Nel nostro es:  $(18'000 - 4000) / 4 = 3500$

perciò al 3° socio le 2 azioni costano  $2(1000 + 3500) = 9000 \rightarrow$  che è lo stesso che i 2 soci avrebbero dovuto ricevere allo scioglimento della società prima:  $\frac{18'000}{2}$

$\Rightarrow$

$\frac{9000 + 18'000}{2} = 27'000$	P=0	CDA $\neq$ CS	tutto CDA
	N=27000	$\rightarrow$ autof = 14'000 + $\frac{3500 \cdot 2 = 7000}{}$	CS = $\#6 \cdot 1000 = 6000 \text{ €}$

FONDO SOPRAPPREZZO EMISSIONI

È un fondo particolare di CDA

è ciò che i nuovi soci entranti apportano in più rispetto al valore nominale per rendere equilibrata la loro situazione rispetto a quella dei soci più vecchi

$\rightarrow$  Se ora volesse entrare un nuovo socio dovrebbe pagare un sovrapprezzo di  $\frac{27000 - 6000}{6} = \frac{14000 + 7000}{6} = 3500$

▷ Un'altra realtà quello che avviene è che si considera l'incontro tra domanda e offerta, perciò sul mercato le nuove azioni potrebbero valere di più e quindi vengono chieste più di 4500 €/#

Perciò nel caso, come qui, in cui non c'è bisogno di capitale all'interno della società e tutti vorrebbero entrare a far parte, il valore del sovrapprezzo sarà maggiore di quello teorico

$\Rightarrow$  Il differenziale andrà ad arricchire i soci iniziali

Se, invece, c'è un urgente bisogno di soldi, i soci potrebbero essere costretti a far entrare qualcuno al solo valore nominale

$\rightarrow$  Il problema è quando il prezzo di mercato è inferiore a quello nominale, perché la società non può emettere nuove azioni perché non possono essere emesse azioni al di sotto del valore nominale

# CONTRIBUTI

Dono che ricavo da un ente pubblico (o da enti di beneficenza)

Ci sono CONTRIBUTI  $\begin{cases} \text{IN C/ESERCIZIO} \\ \text{IN C/CAPITALE} \end{cases}$

Quando ricavo un contributo, sullo SP: o  $\uparrow$  ATTIVITÀ o  $\downarrow$  PASSIVITÀ  
 $\Rightarrow$  aumenta la mia ricchezza ↑ tendenzialmente cassa

Se questa variazione si può spiegare attraverso lo svolgimento del processo produttivo allora rispetto al ricavo nel conto economico altrimenti si tratta di un APPORTO EFFETTUATO DA TERZI (MDN)

$\rightarrow$  non emettiamo azioni, perciò chi ci dà un contributo NON diventa socio

$\rightarrow$  FONDO CONTRIBUTI, non sta all'interno del capitale sociale

$\rightarrow$  Questi apporti da terzi sono contributi in c/capitale

• Es. pasto in mensa

allo studente costa 4€  $\left\{ \begin{array}{l} 6€ \\ 10€ \text{ come alla mensa} \end{array} \right.$

CONTRIBUTO  
NECESSARIO per  
il funzionamento

$\hookrightarrow$  differenziale = contributo in c/esercizio  
 $\hat{=}$  legato allo svolgimento del processo produttivo  
 $(\Rightarrow$  RICAVO)

es. al numero di pasti forniti

Es. grandine distrugge raccolto del contadino, legato allo svolgimento del processo produttivo  $\Rightarrow$  riceve un contributo in c/economico

$\rightarrow$   $\hat{=}$  legato a un evento STRAORDINARIO

$\rightarrow$  SONO SEMPRE VOLONTARI

$\triangleright$  AUMENTI DEL CS, abbiamo visto che  $\Delta SC \begin{cases} \Delta \# \text{ AZIONI} \\ \Delta \text{ VNU} \end{cases}$

1) AUMENTO A PAGAMENTO

$\Rightarrow$  quando aumenta il capitale sociale aumenta anche il capitale netto

E può essere  $\begin{cases} \Delta CN > \Delta CS & \text{AUMENTO SOPRA LA PARTE} \\ \Delta CN = \Delta CS & \text{AUMENTO ALLA PARTE} \end{cases}$

Il comportamento del sovrappiù teorico unitario è:

• Se all'inizio  $CN = CS \Rightarrow$  sovrappiù  $= 0$  inizialmente

$\rightarrow$  se  $\Delta CN = \Delta CS \Rightarrow$  sovrappiù  $= 0$  COSTANTE

$\rightarrow$  se  $\Delta CN > \Delta CS \Rightarrow$  sovrappiù AUMENTA

• Se  $CN \neq CS$ , e sovrappiù è alla pari = al valore nominale

$\rightarrow$  se  $\Delta CN = \Delta CS \Rightarrow$  sovrappiù DIMINUISCE (perché i soci nuovi frangono una parte di ciò che spetta a quelli precedenti)

Cioè due dividendi  $CN - CS$  per più persone, cioè per # azioni maggiori

$\rightarrow$  se  $\Delta CN > \Delta CS$  e sovrappiù pagato  $<$  teorico  $\Rightarrow$  sovrappiù DIMINUISCE

$\rightarrow$  se  $\Delta CN > \Delta CS$  e sovrappiù pagato = teorico  $\Rightarrow$  sovrappiù rimane COSTANTE

$\rightarrow$  se  $\Delta CN > \Delta CS$  e sovrappiù pagato  $>$  teorico  $\Rightarrow$  sovrappiù AUMENTA

$\hookrightarrow$  si è spuntata parte fuori dal CS

2) AUMENTO GRATUITO (1 VNU)

$CN$  NON aumenta  $\Rightarrow \Delta CN = 0$ , aumenta solo il CS perché posto al suo interno o fondi particolari o riserve incorporate

$\hookrightarrow$  sempre CDA

▷ RIDUZIONI DEL CS < OBBLIGATORIE VOLONTARIE - sono usate con preoccupazione

- 1) A PAGAMENTO (REALI)
- 2) GRATUITE (NOMINALI)

• RIDUZIONE DEL CS PER PERDITE

Esempio:  
partiamo da  $CS = CDA$  e supponiamo di iniziale o buona ricchezza:

- ci chiediamo l'ORDINE con cui si brucia la ricchezza:  
l'economia ci dice prima autof, poi CDA, la legge prima ciò che sta al di fuori del CS e poi ciò che è interno al CS, perciò:  
PRIMA SI BRUCIA L'AUTOFINANZIAMENTO CHE STA AL DI FUORI DEL CAPITALE SOCIALE, POI IL C.D'APPORTO ESTERNO AL CS, POI L'AUTOFINANZIAMENTO ALL'INTERNO DEL CS E INFINE IL CDA ALL'INTERNO DEL CS

Nel momento in cui si arriva al punto di aver bruciato tutta la ricchezza che sta all'esterno del capitale sociale → torna a  $CN = CS$  ed è pericoloso perché ogni ulteriore perdita porta il CN al di sotto del livello di garanzia dichiarato all'esterno

⇒ La norma dice che in realtà il limite vero è fissato ai 2/3 del capitale sociale



Se il CN è inferiore ai 2/3 del CS ci sono due opzioni:

⇒ Si è costretti ad aumentare il CN a pagamento cioè ad apportare nuovo CDA al di fuori del CS

Si chiama: FONDO PER COPERTURA PERDITE

- apporto che serve a ricucire il differenziale tra CN e CS
- aumento non volontario, anche perché l'alternativa è una riduzione del CS ⇒ RIDUZIONE PER PERDITE, è OBBLIGATORIA È gratuita/nominale perché il capitale netto rimane invariato (abbasso la garanzia)

(Si tratta solo di una diminuzione del CS, che può essere una riduzione di # azioni o di valore nominale unitario ?)

N.B. Bisogna ridurre il CS in modo tale che sia  $CN > CS$

⇒ Quello che succede è che per ridurre il CS, a parità di CN, faccio uscire delle quote ideali contenute nel CS all'esterno  
⇒ ricchezza complessiva inalterata

Es.  $900 \rightarrow CN < \frac{2}{3} CS = 1000$

1800

1000

500

(2400)

→ Sono i primi ad essere bruciati per le perdite

→ Dopo di che posso fare uscire dal CS 500€

→ perdite al di fuori del CS

}

⇒ ora  $CS = 1000€$

Allora devo scorporare ancora 200€ per avere  $CN > CS$  ⇒ Che posso uscire anche come:

$900 \rightarrow$  È INTERESTO

100€

800

⇒ I SOA SONO RICCHI QUANTO PRIMA

il problema è stato l'eccesso soporifero del processo produttivo

900

200

800

500 (600)

riserva

• RIDUZIONE LEGATA AL RECESSO DI UN SOCIO

DIRITTO di un socio di uscire dal contratto perché sono cambiate delle condizioni contrattuali importanti

- > Ciò riguarda un solo socio  
però NON può essere ridotto il valore nominale delle azioni perché ciò riguarderebbe anche gli altri soci → ↓ # AZIONI
- > Devono essere rittirate solo le azioni di quel socio e esso ha diritto di ritirare una porzione del capitale netto  
=> Il socio che se ne va porta via la sua quota di ricchezza  
=> La società quindi meno ricchezza

Esempio: tale socio possiede il 20% delle azioni

- In base alle stime anno:
- 1) CS ↓ CS 20%
  - 2) CN DI FUNZIONAMENTO ↓ CN 20%
  - 3)  $W = f(R)$  → flussi futuri di reddito/cassa ↓ W 20%

La società allora "strappa" tali azioni => CS diminuito del 20%  
Ma in contropartita avviene un pagamento = esce cassa => ↓ CN

Esempio: 20%

supponiamo che sia  $CDA = CS = 5000 €$  e autofinanziamento =  $9000 €$

1) RECESSO AL VALORE NOMINALE: cioè per ogni azione la società gli darà un importo pari al valore nominale

$$5000 \cdot 20\% = \frac{5000}{5} = 1000 €$$

=> ↓ CS = ↓ 1000 € = ↓ CN → entrambi scendono di 1000 €  
ma il CN NON scende del 20%

2) RECESSO AL VALORE CONTABILE

$$(9000 + 5000) \cdot 20\% = 14000 \cdot 20\% = 2800$$

una parte sta nel CS e una parte mo

=> ↓ CS = ↓ 1000 ≠ ↓ CN = ↓ 1800 → ma variano proporzionalmente in base alla quota del socio  
↓ entrambi del 20%

3) RECESSO VALORE W

$$↓ CS = ↓ 1000$$

↓ CN del 20% rispetto l'importo deciso W

Esempio:

A)  $CN = CDA = CS = 1000$ :

+ ↓ CS 200      - ↓ CASSA 200

↓  
Valore contabile unitario = valore nominale unitario

⇒ Qui 1) e 2) sono uguali

Supponiamo allora che  $W = 2500 > CN = CS$  (3)

↓ CS 200      ↓ CASSA 500 € =  $2500 \cdot 20\%$

○ (300) €

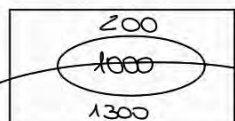
ANTICIPAZIONI SU UTILI

→ quota negativa del CN, che poi appena versato (registriati nuovi utili veno cancellata porzione dell'autofinanziamento)

Gli sto pagando degli utili futuri, dato che non me ho, e come se gli stessi pagando un dividendo, perché ha contribuito allo stesso organizzativa aziendale

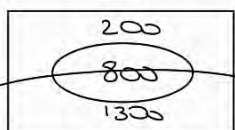
B)  $V_{CU} > V_{NU}$

CN = 2500 €



1) ↓ CS 200      ↓ CASSA 200 ⇒ CS ↓ 20%  
CN ↓ 8%

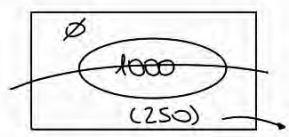
CN = 2300 €



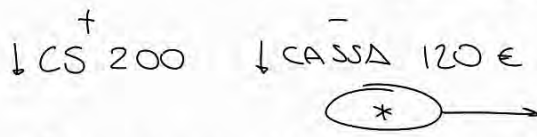
2) ↓ CS 200      ↓ CASSA  $2500 \cdot 20\% = 500$   
cioè CN ↓ 20%

⇒ cioè distribuiamo  $200 \cdot 20\% = 40 €$   
e  $1300 \cdot 20\% = 260 €$  ⇒ TOT = 300 €

c)



e supponiamo che sul mercato il 20% delle azioni valga 120€



chi se ne va deve subire anche le perdite, non solo gli utili  
 ⇒ cioè una parte di 200€ è stata bruciata  
 ⇒ cioè  $(250) \cdot 20\% = (50)$  di perdite

Gli altri (30)€ sono relativi alle PERDITE FUTURE  
 La società poi costituisce una RISERVA che servirà a compensare le perdite future imputabili al socio  
 perché l'azienda sta andando male

Cioè qui \* va qualcosa che aumenta il CN

OSSERVAZIONE:

- quando faccio un aumento del CS aumentando il UN delle azioni, NON cambiano le proporzioni dei soci, ad es. aumento gratuito  
 → i rapporti di forza sono stabiliti dalle relazioni già esistenti
- quando entra un nuovo socio, vengono emesse nuove azioni e la percentuale di possesso dei vecchi soci diminuisce, ma questo NON implica che la loro ricchezza diminuisca, anzi può aumentare
- quando faccio un aumento del CS A PAGAMENTO e qualche socio NON vuole sottoscrivere, allora cambieranno le percentuali di possesso dei soci, ma le rispettive ricchezze non per forza seguono questo cambiamento

IN SINTESI:

- Esistono anche quote NEGATIVE di CN che fanno parte dell'autofinanziamento, diverse dalle perdite  
 ⇒ Rappresentano ANTICIPI DI UTILE, cioè anticipo utili che non ho ancora conseguito, perciò futuri, al socio uscente  
 Ma in America avviene anche la distribuzione anticipata dei dividendi ai soci → ciò è pericoloso perché rischio di distribuire utili che magari poi non consegua  
 L'è un potere dell'assemblea dei soci (di maggioranza)
- Ma posso avere anche distribuzioni di utili per beneficenza, es. borsa di studio  
 ⇒ anticipi di utili per ELARGIZIONE FILANTROPICHE ≠ costo, è una distribuzione di utile  
 Distribuisco utile prima di riconoscerlo formalmente

Riduzioni e/o aumenti che riguardano → intera compagnia ⇒ valore nominale unitario \*  
 ↓  
 singoli soci ⇒ #AZIONI  
 ↓  
 Cambiamo i rapporti di partecipazione  
 \* NON cambia il mio livello di partecipazione

OSS: Se acquisto il 51% di una società che vale 1000, non pagherò il 51% di 1000  
 ⇒ i pacchetti di maggioranza hanno un valore maggiore rispetto a un pacchetto di minoranza  
 ↓  
 essi valgono di più della proporzione a cui essi guardano

- Se faccio un aumento del valore nominale per aumentare il CS:
  - la mia ricchezza NON cambia se l'aumento è gratuito
  - se l'aumento è fatto a valore nominale, cioè tutti i soci portano nuova ricchezza nelle stesse proporzioni  $\Rightarrow$  la mia ricchezza è stata trasferita in az'em da e perciò non cambiano i rapporti di partecipazione. Qui tutti devono sottoscrivere l'aumento per tali proporzioni. Ma c'è:

### \* DIRITTO DI OPZIONE

- Es. 2 soci hanno entrambi il 50% di una società. Il socio più ricco convince l'altro ad aumentare il capitale, ma il secondo non può permettersi di sottoscrivere tale aumento.
- Il diritto dice che i soci già interni hanno il diritto di sottoscrivere l'aumento prima di altri terzi.
  - Inoltre il socio ha il diritto di vendere il diritto di opzione, cioè può guadagnare da questa vendita.

- Le riduzioni di CS avvengono sempre in percentuale pari alla diminuzione delle azioni.

Poi bisogna capire di quanto varia il CN

### • DIMINUZIONE DEL CS PER ESUBERO $\Rightarrow$ RIDUZIONE VOLONTARIA

- Es. società mortua una determinata garanzia per partecipare a concorsi che richiedono certi livelli di CS. Se perde il concorso può chiedere di ridurre il CS perché in esubero ( $\rightarrow$  difficile). Ora si può fare, ma bisogna dichiararlo formalmente e renderlo pubblico, a quel punto però i creditori possono opporsi  $\rightarrow$  una volta siamo i giudici a prendere tale decisione, ora è più facile.

### • RIDURRE IL CS DOPO AVERLO AUMENTATO

$\hookrightarrow$  cioè diminuisce il livello di garanzia.

### ▷ PRINCIPIO DI COMPARABILITÀ

Noi abbiamo la possibilità di scegliere tra diversi criteri di stima per attività e passività  $\Rightarrow$  Non possiamo misurare la ricchezza in modo preciso (ci sono degli intervalli).

Ma in realtà NON siamo interessati a farlo. Quello che ci interessa è mantenere costante nel tempo il criterio di stima, perché noi vogliamo capire se stiamo seguendo un trend positivo o negativo, cioè vogliamo capire l'evoluzione dei fenomeni economici e confrontarli nel tempo.

- $\Rightarrow$  Evita di cercare la misura migliore, ma prendi un sistema di misurazione e applicalo costantemente. Così si può percepire l'andamento del fenomeno.

### $\Rightarrow$ comparabilità INTERTEMPORALE

cioè verifico se la ricchezza sta aumentando nel corso del tempo o diminuendo.

### • COMPARABILITÀ TRA AZIENDE DIVERSE

$\rightarrow$  usando la stessa struttura di comparazione.

Ciò implica un PROCESSO DI NORMALIZZAZIONE CONTABILE.

Ovvero tale comparazione è favorita quando le aziende producono il bilancio utilizzando gli stessi schemi, cioè fornendo le informazioni nello stesso modo e, se possibile, usando dei principi di valutazione uguali.

- $\Rightarrow$  Ciò ha portato all'introduzione di PRINCIPI CONTABILI: norme di rappresentazione emanati da enti autorevoli  $\rightarrow$  diventando vincolanti per le aziende.

Un problema è che può essere difficile confrontare aziende che utilizzano principi contabili diversi (impari ore IASB)  
L'international

Per garantire la comparabilità:

- 1) Bisogna mantenere **COSTANTI** nel tempo i **CRITERI DI CLASSIFICAZIONE**  
es. camion cambia se lo considero come FP (lo uso a lungo) oppure se lo voglio vendere ⇒ classificazioni diverse  
⇒ La **DESTINAZIONE** di un elemento patrimoniale, cioè cosa voglio fare di esso, è fondamentale dal punto di vista economico  
es. credito incagliato ≠ credito non ancora scaduto  
↳ devono essere valutato in modo diverso

- 2) Bisogna mantenere la **COSTANZA** nei **CRITERI DI VALUTAZIONE**  
→ usare criteri di stima diversi in periodi diversi NON ci permette di capire se stiamo aumentando o distruggendo di ricchezza  
→ Avremo **SISTEMI** di criteri di valutazione costanti (all'interno del sistema possono esserci delle eccezioni) ↳ e coerenti al loro interno

- 3) Bisogna **SEPARARE** i ricavi e i costi **ORDINARI** da quelli **STRAORDINARI**  
Y prima ci permettono di proiettare le informazioni in futuro, mentre i secondi hanno poca valenza per comprendere l'evoluzione futura dei fenomeni, cioè non hanno potere informativo ai fini dell'analisi futura  
Inoltre, i ricavi/costi ordinari sono legati alla capacità dei manager

Es. vendere un FP è un segnale che le cose in futuro non andranno bene

→ L'obiettivo è percepire il trend per capire cosa succederà in futuro

Analizziamo meglio i costi straordinari:

- ① Si considerano **STRAORDINARI** costi e ricavi legati ad eventi che sono **CASUALI** e/o **OCCASIONALI**  
↳ Non dovuti a decisioni prese dai manager  
NON si ripeteranno regolarmente  
→ È irrilevante il fatto che siano prevedibili/imprevedibili/probabili/improbabili

Es. una vendita di tutto quello che ho in negozio è un evento eccezionale/ausuale, ma NON straordinario, perché il negoziante ha selezionato bene la merce, ha predisposto tutto in modo che ciò potesse avvenire, ecc..

- ② **COSTI/ricavi derivanti dalla VENDITA DI FP** → sono costi straordinari  
L'esito normale di un FP è essere usato nel processo produttivo  
I ricavi ottenuti dalla vendita di FP devono essere tenuti separati da quelli riguardanti i prodotti.  
↳ Poi costi e ricavi si compensano

- ③ **RICAVI** che rappresentano **INTEGRAZIONI DI RICAVI PRECEDENTI** o **RETTIFICHE DI COSTI PRECEDENTI**  
**COSTI** che rappresentano **INTEGRAZIONI DI COSTI PRECEDENTI** o **RETTIFICHE DI RICAVI PRECEDENTI**  
→ deriva dal fatto che le stime NON sono corrette e successivamente ci si può rendere conto di aver sbagliato

Es. ho crediti per 1000€ che devo di svalutare di 100€:

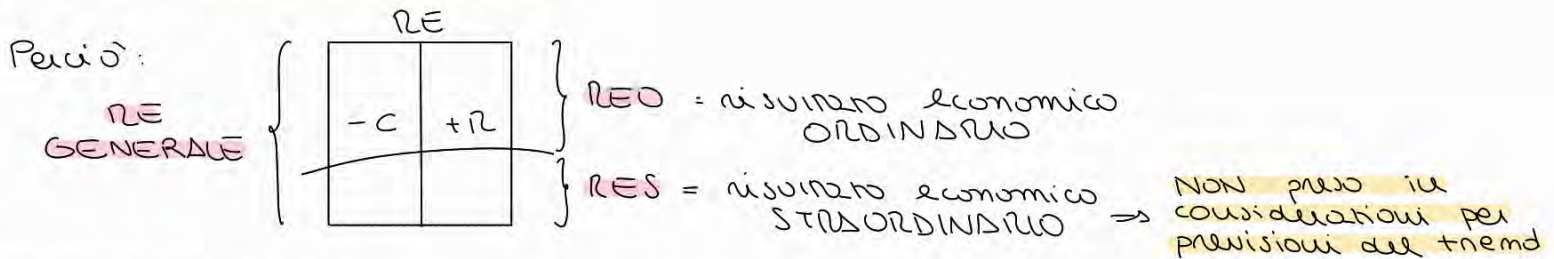
1000  
(100) → STIMA = valore presunto  
900 → 750 (150) € = PERDITA SU CREDITI  
im realtà poi non incasso 900, come avevo stimato, ma 750 €  
valore CERTO, prima stato informativo insufficiente  
è un' INTEGRAZIONE DI COSTI RELATIVI AD ESERCIZI PRECEDENTI (appiungo qualcosa che mancava)

1000  
(100)  
900 → 975 € ENO stato troppo prudente  
75 € = RETTIFICA DI UN COSTO, messa per un valore esuberante (è un ricavo)

#### ④ MODIFICHE TEMPORANEE E NON DEFINITIVE NEI CRITERI DI STIMA ACCOLTI

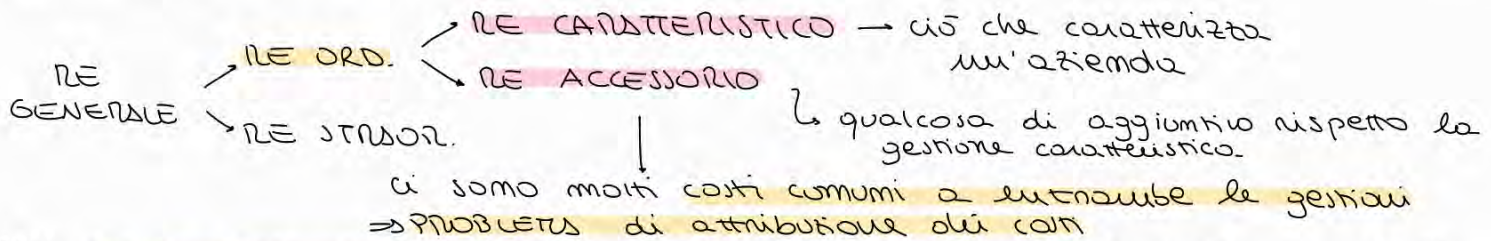
→ se cerchi di modificare il risultato facendo tali modifiche per "imbrogliare" allora i ricavi/costi che nascono da ciò sono straordinari perché non mi aiutano a capire l'andamento futuro

#### ▷ CONFIGURAZIONI PARZIALI DI RE



Dopo il sez. 2001 cancellati da un punto di vista normativo, ma comunque sono molto importanti per le analisi

▷ In realtà c'è anche un'altra classificazione



Un altro problema è che le aziende sono flessibili e si occupano di cose diverse in periodi diversi ⇒ La suddivisione è difficile da sviluppare

→ non ci sono le componenti straordinarie

▷ EBIT è il REDDITO ORDINARIO AL LORDO DEGLI INTERESSI = REDDITO OPERATIVO  
⇒ EBIT - ONERI FINANZIARI = REO

→ EBITDA - AMMORTAMENTI + INT. ATTIVI + RIC. CF IN ECONOMIA = EBIT → mentre perdite/profitto da realizzo sono nel RES  
ci permette di collegare l'equilibrio finanziario con quello economico

N.B. se considero un'azienda stazionaria, flusso di reddito EBITDA coincide con il flusso di cassa che deriva dalla gestione operativa, nel lungo periodo

⇒ Le aziende vengono quotate in punti sull'EBITDA, es. un'azienda vale 8 volte l'EBITDA:

$$W = \frac{\text{Cash Flow}}{EBITDA} \rightarrow \text{se stazionaria}$$



⇒ + EBITDA  
 - ΔMMOR.  
 + INT. ATTIVI  
 + RICAVI CF IN ECONOMIA  
 -----  
 = EBIT  
 - OF  
 = REO

→ CALCOLO DIRETTO di un margine, tiene in considerazione le componenti effettive che formano quel margine  
 → CALCOLO INDIRETTO ⇒ EBITDA = EBIT + ΔMMORAZIONI (sistema Americano)  
 parto dal risultato finale e tolgo ciò che non fa parte del margine

▷ COLLEGAMENTI LIBRO:

ROS =  $\frac{EBIT}{RDV}$  ma sul libro ROS =  $\frac{NET\ INCOME}{RDV}$  e anche  $\frac{EAT}{RDV}$  (risultato complessivo netto = EAT)

→ Ma, ROE<sup>AT</sup> =  $\frac{EAT}{EQUITY\ (CN)}$  =  $\frac{EAT}{ASSETS} \cdot \frac{ASSETS}{CN}$   
 ROE<sup>AT</sup> =  $\frac{NET\ INCOME}{RDV} \cdot \frac{RDV}{ASSETS}$   
 ↳ rapporto di indebitamento cioè è riconducibile a P/N

Quello che abbiamo visto noi:

ROE<sup>AT</sup> =  $\frac{EAT}{CN}$  =  $\frac{EBT}{CN} \cdot \frac{EAT}{EBT}$   
 ↳ reddito prima delle tasse  
 ↳ È L'INCIDENZA DELLE TASSE rapporto legato alla GESTIONE TRIBUTARIA

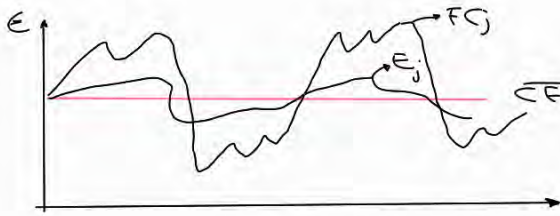
= ROE<sup>BT</sup> =  $ROI + \frac{P}{N} (ROI - RDV)$   
 ↳ DEVE essere calcolato con l'EBIT → perdite cost stiamo separando la gestione finanziaria da quella operativa  
 ↳  $\frac{EBIT}{ASSETS} = \frac{EBIT}{RDV} \cdot \frac{RDV}{ASSETS} = ROS \cdot ATR$   
 ↳ È fondamentale perciò calcolare il ROI con l'EBIT!  
 ↳

▷ Abbiamo visto che:  $W = \sum_{j=1}^m \frac{E_0(CF_j)}{(1+r)^j}$  → valori non certi  
 ↳ tasso di ammortamento  
 ↳ perdite sono valori che stiamo sulle informazioni che ho all'epoca 0  
 ↳ valore di un'impresa

Un'altra vengono fatte delle ipotesi semplificatrici:  
 supponiamo che sia un'azienda STATIONARIA ⇒ come flusso di cassa ma uso uno medio costante:

Un'altra facciamo tendere m a +∞  
 ↳  $\tilde{CF}_j = \overline{CF} \forall j$   
 ⇒ Valore attuale di una rendita PERPETUA COSTANTE di ragione  $\overline{CF}$   
 ⇒  $W = \frac{\overline{CF}}{r}$

Portando m a +∞, come abbiamo già visto, possiamo dire che il flusso di cassa nel lungo periodo è uguale al flusso di reddito



⇒ FLUSSO DI CASSA PIÙ VARIABILE DI QUELLO DI REDDITO ( $E_j$ )

Devo stimare questo valore

cioè vengono correlati costi e ricavi

questo accade per il principio di competenza che NON esiste per il flusso di cassa

⇒ FLUSSO DI REDDITO, avendo TENO VARIABILITÀ, è UNO STIMARE MIGLIORE per stimare il futuro rispetto a quello di cassa:

Però userei:  $W = \frac{\overline{CF}}{r} \approx \boxed{W = \frac{E_0}{r}}$  con  $E_0 = \text{REDDITO ATTUALE}$

prezzo per azione che si dovrebbe essere in un mercato efficiente

Alcuni indicatori:

$W_0 = \frac{E_0}{r} \Rightarrow \frac{W_0}{E_0} = \frac{1}{r}$   
 DIVIDO PER IL # AZIONI

$\frac{\frac{W_0}{m}}{\frac{E_0}{m}} = \frac{P_0}{EPS_0}$

PRICE EARNING RATIO =

$\frac{\text{PREZZO AZIONE}}{EPS}$

EARNING PER SHARE =  $\frac{E_0 (\text{reddito})}{\# \text{ AZIONI}}$

quanto mediamente nel titolare di un'azione si porta a casa per azione

⇒  $r = \frac{EPS_0}{P_0}$  → TASSO DI ATTUALIZZAZIONE PER ANTICIPARE SU UTILI FUTURI (reciproco di price earning ratio)

All' aumentare del price earning ratio, il tasso  $r$  diminuisce

Es. se c'è un unico mercato in cui il price earning ratio è in continuo aumento, ma c'è anche un'alta componente di rischio, e vengono usati tassi di attualizzazione di redditi sempre più bassi, sommando il rischio ⇒ ERRORE

N.B. COME SLEGUERE  $E_0$ : ( $m \rightarrow +\infty$ )

Se l'azienda è stazionaria vale che:

•  $EBITDA - \Delta NWC = \Delta \text{CASSA}$  ma  $\Delta NWC = 0 \Rightarrow \boxed{OCF = EBITDA}$   
 operating cash flow

• I CF diminuiscono di valore al passare del tempo  
 Ma in un'azienda stazionaria ciò non può succedere  
 ⇒ Varano fatti degli investimenti dello stesso valore degli ammortamenti

OSS: OpEX = operating expenses  
 → COSTI OPERATIVI che corrispondono a esborzi del periodo  
 → COSTI che influenzano l'esercizio

≠ CapEX = capital expenses  
 = INVESTIMENTI in CF  
 Ho risorse per i periodi successivi perché sono SPESE DI INVESTIMENTO → beneficio

↳ cioè immaginiamo CAPEX = AMMORTAMENTI

⇒ si conclude che  $\boxed{E_0 = EBIT}$  (Ebit = ci fa capire quali sono i flussi di cassa futuri)

Perché l'EBITDA ci dà la stima del flusso operativo, ma una parte di esso, pari al valore degli ammortamenti, deve essere reimpiegato come reinvestimenti

→ Questo ragionamento non considera le imposte, perciò normalmente viene preso in considerazione:  $EBIT(1-\tau)$  con  $\tau = \text{ALICUOTA MEDIA DI IMPOSTE}$

$$\Rightarrow E_0 = \text{NOPAT} = \text{NET OPERATING PROFIT AFTER TAXES}$$

Es.	+ EBIT	5000 €	
	- INT EXP	(1000) €	
	<hr/>		
	EBT	4000 €	→ REDDITO SU CUI VENGONO APPLICATE LE IMPOSTE
30%	- TAXES	(1200) €	= REDDITO IMPONIBILE
	<hr/>		
	EAT	2800 €	

→ Se NON considero la gestione finanziaria, cioè non considero gli interessi  
 $EBIT 5000 (1-30\%) = 3500 € = \text{NOPAT}$  → cioè dopo l'imposizione fiscale  
 applichiamo le imposte qui ⇒ tasse più alte = 1500 €

▶ Sono un azionista e devo valutare quanto vale la mia azione.  
 Sappiamo che se detengo un'azione ho 2 vantaggi: DIVIDENDI e CAPITAL GAIN. Ma se facciamo tendere  $n \rightarrow +\infty$  (impresa stazionaria) il capital gain diventa NULLO

⇒ Ciò che ci interessa perciò è il valore dei DIVIDENDI FUTURI che riceverò:

$$P = \frac{\text{DIV}_0}{k_e}$$

prezzo azione

Flusso di dividendi all'epoca 0

Costo di opportunità

→ Es.  $k_e = 10\%$ ,  $\text{DIV}_0 = 100 \Rightarrow P = 1000 €$

Ma se togliamo l'ipotesi di stazionarietà e immaginiamo un tasso di RESULTS  $g$  PERPETUO e COSTANTE, allora aumenteremo anche i dividendi

$$\Rightarrow \hat{P}_0 = \frac{\text{DIV}_0 \cdot (1+g)}{k_e - g}$$

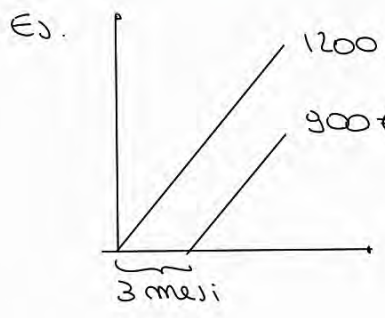
Es. se  $g = 2\% \Rightarrow \hat{P}_0 = \frac{100(1.02)}{10\% - 2\%} = \frac{102}{8\%} = 1275 \Rightarrow 27\%$  di crescita //

⇒ LA RESULTS TOGLIE RISCHIO, perché se cresco con continuità produco ricavi sempre più grandi

▷ DSO, DII, DPO → days payable outstanding =  $\frac{\text{DEBITI} \cdot 360}{\text{CDA (o CA)}} \rightarrow$  debiti verso fornitori

$\frac{\text{FLUSSO}}{\text{CONSISTENZA}} = \text{TASSI DI ROTAZIONE}$   
 $\frac{\text{CONSISTENZA}}{\text{FLUSSO}} = \text{TASSI DI DURATA}$

(es. ATR: tasso di rotazione dell'attivo =  $\frac{\text{RDV}}{A}$ )  
 → Quante volte ruota la consistenza considerata nel periodo  
 → è meglio quando SCENDE perché c'è più efficienza.



1200€ fatturato in 1 anno, ma è incassato 3 mesi dopo  
 ⇒ 300€ di crediti

Due modi di calcolo:  $DSO = \begin{cases} \text{i)} \frac{300€}{1200€} = \frac{1}{4} = 90 \text{ giorni} \\ \text{ii)} \frac{300€}{\left(\frac{1200}{360}\right)} = 90 \text{ giorni} \end{cases}$

DAYS SALES OUTSTANDING  
 ↳ fatturato medio giornaliero  
 mediamente incasso a 90 gg = DURATA MEDIA DEI CREDITI  
 =  $\frac{\text{CREDITI} \cdot 360}{\text{RDV}}$  crediti verso clienti / vendite

↳ RITENENZE DEI PRODOTTI (score)

•  $DII = \frac{\text{INVENTORY}}{\text{COGS}} \cdot 360 = \text{DAYS INVENTORY INVESTMENTS} = \frac{\text{SCORTE}}{\text{CDV}} \cdot 360$   
 ↳ FLUSSO COSTO DEL VENDUTO

N.B.  $ROI = \frac{\text{EBIT}}{\text{RDV}} \cdot \frac{\text{RDV}}{A}$   
 ATR:  $\frac{\text{RDV}}{\text{NWC} + \text{CF}}$

voler aumentare questo indicatore è come dire che vogliamo diminuire il reciproco, cioè devo ACCORDARE LA DURATA!!

→  $\frac{\text{NWC} + \text{CF}}{\text{RDV}} = \frac{\text{NWC}}{\text{RDV}} + \frac{\text{CF}}{\text{RDV}} = \text{DURATA CC} + \text{DURATA CF}$   
 PPE = PROPERTY PLANT EQUIPMENT  
 $DDI + DSO - DPO$   
 = durata media nelle scorte + " dei crediti + " dei debiti

▷ **EQUILIBRIO FINANZIARIO** - +E -U della sezione OPERATING

È collegato alla disponibilità monetaria che ho ⇒ cash come stock

Se  $E < U$  la mia rimanenza om. p. alla volta diminuisce  
 ⇒ Più cassa ho più protezione ho verso i disequilibri temporanei

Il tempo di protezione che ho dipende dall'entità del disequilibrio e da quanta rimanenza ho

cioè mantenere la liquidità per mantenere l'equilibrio finanziario

Ma c'è un TRADE OFF tra SICUREZZA dal punto di vista finanziario e tra EQUILIBRIO ECONOMICO perché la cassa ferma non produce RE

Quando rimanenza cassa = 0 posso ottenere nuova cassa. Ho varie possibilità:

- 1) **VENDERE LE ATTIVITÀ = DISINVESTIRE**: sezione INVESTING  
 Ma ciò può anche far aumentare il disequilibrio se vendo FP perché vedo qualcosa che mi serve per operare ⇒ sposto il problema al futuro accumulandolo  
 → anche perché prima o poi ciò che posso vendere finisce

2) CHIEDERE NUOVI INVESTIMENTI = FINANZIARI: sezione FINANCING ← cioè le uti. me due sezioni risolvono problemi temporanei  
 Essi possono essere DA BANCHE o DA SOU

• Dalle banche:  
 In questa situazione è difficile che ci venga concesso un finanziamento, anche perché poi ci sono più interessi da pagare  
 → Può risolvere solo disequilibri TEMPORANEI, non permanenti (qui il problema viene aggravato dagli interessi)  
 ↳ il problema poi può comunque essere risolto nella sezione operating

Posso anche sostituire poi un finanziamento con un nuovo finanziamento che sarà maggiore del precedente (perché deve coprire anche più interessi)  
 ⇒ Aumento il rapporto  $\frac{P}{N}$  ⇒ aumento il rischio ⇒ si amplifica il problema

• Dai SOU:  
 i SOU hanno disponibilità limitate di cassa ⇒ Può risolvere problemi temporaneamente.  
 Se decido di emettere nuove azioni e avere più SOU, alla fine il problema è che l'azienda sarà sempre meno mia.

⇒ LA VERA FONTE DELLA CASSA NON PUÒ ESSERE FORNITA DA FINANZIAMENTI, NON DA INVESTIMENTI, MA DAL FLUSSO OPERATIVO → cioè flussi di cassa derivanti da vendite e da flussi di cassa in uscita che derivano da acquisto di CC.

Ricordiamo che:

- ① OPERATING   
 FONTE: entrate da vendite  
 IMPIEGHI: uscite da acquisto di CC (anche pagamento personale)
- ② INVESTING   
 FONTE: disinvestimenti di FP = capitali fissi  
 IMPIEGHI: investimenti  
 CF + A. FINANZIARIE
- ③ FINANCING   
 FONTE: nuovi finanziamenti DI TIPO DIRETTO  
 IMPIEGHI: definanziamenti, cioè restituzione dei finanziamenti ricevuti

▷ Come lo SP può essere impiegato per qualittare l'equilibrio finanziario:

Impieghi	Fonti
A BREVE TERMINE = ATTIVITÀ CORRENTI	P BREVE TERMINE
A MEDIO/LUNGO TERMINE	P MEDIO/LUNGO TERMINE
	NETTO

Si dice che le attività correnti portano nel breve termine a entrate di cassa es. prodotti, crediti  
 → la trasformazione può essere immediata, oppure no, cioè mediata da altre trasformazioni, es. prima si trasforma in credito e poi cassa

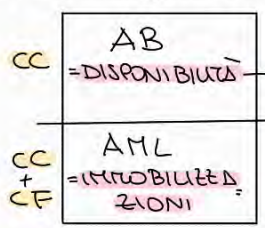
⇒ comunque TRASFORMAZIONE IN MONETA ENTRO 1 ANNO

→ ciò vale anche per la passività di breve periodo (PB) - uscite di breve periodo  
 ⇒ Allora se  $AB > PB$  ⇒  $\frac{AB}{PB} > 1$  (CURRENT RATIO) allora sono in equilibrio finanziario di breve periodo  
 ↳ RAZZO DI DISPONIBILITÀ

IN RESULTA' ciò NON è corretto perché mancano tutti gli afflussi e dei flussi che compiono nel prossimo anno

→ cioè nei debiti a breve ci sono le uscite di cassa legate a cose che sono già avvenute, ma ad es. nello SP ci saranno i crediti delle vendite fatte nel 20x0, ma nel 20x1 ci saranno più incassi + pagamento stipendi  
 ⇒ È un'indicatore approssimativo

Una migliore analisi è:

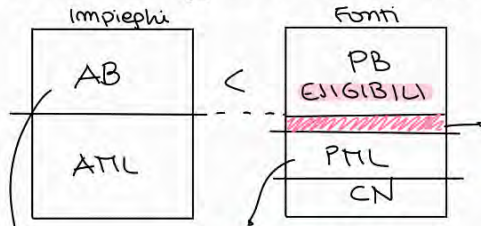


Possono trasformarsi CONVENIENTEMENTE (cioè non significativamente sotto il prezzo di mercato, e che non riprenda FP essenziali per l'operatività) in moneta nel breve termine

N.B. distinzione diversa da CC a CF (es. credito per 10 anni, è CC ma immobilizzato)  
I CF sono SEMPRE IMMOBILIZZATI

La distinzione tra CC e CF serve a capire l'equilibrio economico, mentre quella tra AB e AML per capire l'equilibrio finanziario

• Ora supponiamo di essere in una situazione di  $\frac{AB}{PB} < 1$ :



CONSIDERATE investimenti temporanei

parte di cui devo preoccuparmi, cioè devo trovare un modo per ripagare a scadenza  
=> Ho un mismatch tra durata degli investimenti e durata delle fonti (duration)  
Cioè posso trovarmi costretto a disinvestire attività a medio lungo termine non convenientemente perché cedo qualcosa che mi serve o lo cedo a un prezzo inferiore a quello di mercato

- => Ho fonti a breve che finanziamo impieghi a lungo termine
- => Conformazione sbilanciata di impieghi e fonti
- Questo è un RISCHIO, perché quando scadono i finanziamenti a breve termine e devo restituire o trovo un finanziamento per sostituirlo oppure devo vendere le attività a ML termine in condizioni a me sfavorevoli
- => Rapporto A/L sbilanciato

=> Per questo si dice che  $\frac{AB}{PB} > 1$  è meglio

Ci dice se c'è una CORRETTA CORRELAZIONE TRA FONTI E IMPIEGHI

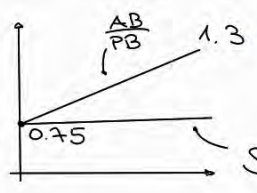
• ATTIVO DISPONIBILE NETTO  $ADN = AB - PB > 0$

Posso anche calcolarlo come  $(PTL + CN) - IMMOBILIZZAZIONI = ADN > 0$

▷ ATTIVITÀ DISPONIBILI (AB) Si dividono in:

- CASSA = ATTIVITÀ LIQUIDE
  - ATTIVITÀ REDUZZABILI
    - ↳ CREDITI
    - ↳ SCORTE
- $AB = CASSA + CREDITI + SCORTE$  (immediati)

Allora, supponiamo di analizzare il current ratio di un'azienda:  $\frac{AB}{PB}$



=> ADN è passato da  $< 0$  a  $> 0$ , cioè siamo passati da una correlazione sbilanciata tra investimenti e finanziamenti, a una corretta

Se ora considero l'indicatore

$$\frac{AB - SCORTE}{PB}$$

ACID TEST o QUICK RATIO

- => Significa che sono AUMENTATE solo LE SCORTE
- => Devo guardare l'andamento dei PRODOTTI e quello dei RICAVI, posso farlo con tassi di DURATA e di ROTAZIONE (DSO, DII spiegano l'andamento di crediti e scorte)

La ad es. se ci sono più scorte perché stiamo vendendo di più, ciò è un

andamento positivo  
 Se invece, le vendite NON sono aumentate, ciò significa che produco ma non vendo  $\Rightarrow$  quello che è in magazzino sarà venduto in modo non conveniente

$\Rightarrow$  Gli indicatori non portano a conclusioni presi singolarmente e comunque poi bisogna porsi altre domande

• Tre INDICATORI DI LIQUIDITÀ da prendere in considerazione sono:

$\frac{\text{CASSA}}{\text{PB}}$   $\rightarrow$  RAPPORTO DI LIQUIDITÀ IMMEDIATA  $\rightarrow$  cioè devo considerare una sistema di indicatori

OSS:  $\frac{\text{CASSA} + \text{CREDITI}}{\text{PB}} = \frac{\Delta B - \text{SCORTE}}{\text{PB}}$

OSSERVAZIONE:

- CICLO ECONOMICO: da quando ho acquistato materia prima a quando esce il prodotto  
 riguarda ciclo produttivo: C e R  
 $\Rightarrow$  DII (scorte: materie, semilavorati, prodotti)
- CICLO MONETARIO: per capire l'equilibrio finanziario  
 $\Rightarrow$  DII + DSO - DPO (DMS + DMC - DMD)  $\rightarrow$  TRAO LA DURATA DEL CICLO MONETARIO  
 misura la dilatazione nei pagamenti che ho nei confronti dei fornitori (verso fornitori)

N.B. DPO (durata media debiti) è meglio che sia MAGGIORE perché altrimenti devo chiedere soldi alle banche che pago con più interessi  
 $\Rightarrow$  Se DPO migliora il ciclo finanziario si ACCORCIA  $\Rightarrow$  dal punto di vista dell'equilibrio finanziario sto meglio anche perché pago meno interessi  
 $\Rightarrow$  ciò migliora anche il mio equilibrio economico

Il problema è che con facendo potrai perdere i fornitori migliori  
 c'è un trade-off

$\triangleright \frac{\text{EBIT}}{\text{INT. PASSIVI}} = \text{INTEREST COVERAGE RATIO}$  cioè sul fronte operativo  
 vado a vedere se quello che produco prima del pagamento degli interessi è in grado di pagare gli interessi  
 $\rightarrow$  è collegato a (ROI - ROE)

$\hookrightarrow$  Se  $\frac{\text{EBIT}}{\text{INT. PASS.}} > 1$  la ricchezza che c'è sul fronte operativo è in grado di pagare gli interessi

$\rightarrow$  un'altra versione di questo indicatore è  $\frac{\text{EBITDA}}{\text{INTERESSI} + \text{Q. CAPITALE}}$

Ancora migliore è:  
 $\frac{\text{FLUSSO CASSA LIBERO (FCFF)}}{\text{INT} + \text{Q. CAPITALE}}$   $\rightarrow$  prima del pagamento degli interessi  
 $\Rightarrow$  Indicatore di rischio molto forte per le banche perché comunica la nostra capacità di pagare i debiti

# BILANCIO CONSOLIDATO:

→ c'è un'azienda capogruppo (parent company) che possiede una o più **CONTROLLATE**. Può esserci un **controllo TOTALE** o un **controllo PARZIALE**

→ Da un punto di vista giuridico sono due società distinte  
Ma dal punto di vista economico è un'unica azienda ⇒ c'è un'unico soggetto che prende le decisioni

⇒ Bilancio consolidato: **somma dei bilanci delle società del gruppo**  
+ **neutralizzazione di tutte le transazioni interne al gruppo**

Es. JP: P (capogruppo)      JP: C (controllata)

AZIONI DEBITE  
NOTE DA US  
CAPOGRUPPO  
→ azioni della  
controllata

3000 €	P = 7000 €	4500 €	3500 €
1000 €	N = 3000 €		1000 €
10000 €			

↳ Poi si neutralizzano

Supponiamo che non ci siano transazioni tra esse  
↓  
Solo rapporto di partecipazione

⇒ BILANCIO CONSOLIDATO:

SP P+C	
9000	3500 + 7000 = P = 10500
4500	
13500	N = 3000 € - CN della controllata

≠ bilancio somma  
perché sono loro che prendono le decisioni e determinano le politiche dell'intero gruppo

→ Se, invece tra i 9000 € ce ne sono 1500 € impristati alla controllata (credito) che vengono rappresentati in P della controllata ⇒ Poi quei 1500 € si neutralizzano

⇒ BILANCIO CONSOLIDATO:

SP P+C	
7500	2000 + 7000 = P = 9000
4500	
12000	N = 3000 €

→ Le società si imprestano i soldi perché conviene far fare un debito verso la banca perché avranno int. pass. minori

Es. se, invece P pensa che  $W = f(N) = 1800 €$  → valore controllata. Cioè 1800 € = ovviamente good will

per acquistare la partecipazione

8200 €	P = 7000 €	4500 €	3500 €
1800 €	N = 3000 €		1000 €
10000 €			

⇒

SP P+C	
8200 + 4500 = 12700	3500 + 7000 = P = 10500
800	
13500	N = 3000 €

AMMORTAMENTO DA CONSOLIDAMENTO (positivo = good will)



Es. Una società ha un' unica attività: un fabbricato che ha comprato a 250'000 € (storico) e ora vale 380'000 € (concrete = fair value). Inoltre supponiamo che  $P=0$ . L'investimento a bilancio  $\Rightarrow N=250'000$

SP: capgruppo	
A = 500'000 cassa	P = 400'000 N = 1'000'000 €

investire di comprare il fabbricato, decide di comprare l'intero società: paga 380'000 per ricevere tutte le azioni. Ora avere A = 120'000 + 380'000 = 500'000  
 $\Rightarrow$  NON nasce autofinanziamento  
 $\Rightarrow$  Per il gruppo il costo storico è 380'000  $\neq$  costo storico per singola società

$\rightarrow$  se invece l'avessi pagata più di 380'000, la differenza sarebbe stata good will !!!

Es. P vuol comprare C, ma il socio che possiede 3 azioni non vuole vendere

JP: P	
10'000 € cassa	P = 7'000 € N = 3'000 €

SP: C	
4'500 €	3'500 € 1'000 €

# 7 azioni  
# 3 azioni

compra le azioni di maggioranza al valore nominale = 700€  
 $\Rightarrow$  9'300 cassa + 700 azioni

$\Rightarrow$  Nel gruppo dovrebbero comparire il 70% di A e P  
 Ma essendo un pacchetto di maggioranza si porta dentro il 100%

SP P+C	
9'300	7'000 + 3'500
4'500	= P = 10'500 €
13'800	N = 3'300 €

$\Rightarrow$  Perché c'è anche 3'100 = capitale del secondo socio di minoranza della controllata  
 $\Rightarrow$  300 = INTERESSI DI MINORANZA appostati da tali soci  
 fatti - hanno contribuito a generare A = 13'800

NO CONTROLLING INTEREST  
 capitale appostato da

N.B. se dopo 1 anno: EAT = 100 andrà diviso tra soci di maggioranza e soci di minoranza  
 $\downarrow$   
 suddivisione all'interno del C.E.C

Es. P acquisto 100# merce a 10€/#, poi la rivende a 15€/# a C, che poi la rivende a 30€/#  
 Conti economici:

CE P		CE S	
CDV 1000 €	RDU 1500 €	CDV 1500 €	RDU 3000 €
GRUPPO			
CDV 1000	RDU 2500 €	CDV 4500 €	RDU 3000
		2000 € = RE V	

In realtà questi dovrebbero semplificarsi  
 $\Rightarrow$  VENDITE INTERNE

$\rightarrow$  queste vendite possono anche dipendere da dove si pagano meno tasse, se ad es. le 2 società sono in stati diversi

Es. Come prima, ma l'ultima società riesce a vendere solo 30# a 30€/#

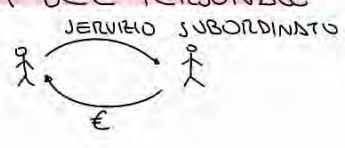
CE gruppo	
CDV	RDV
10 · 30 = 300€	900€ = 30 · 30
RE = 600€	

P	C
1000	1500

P	C
15 · 30 = 450	900

qui sono 70#  
 venduti a 15€/# (minimamente)  
 MA CIO' NON E' VERO = essi valgono  
 cioè due fare una RETTIFICA 10€/#

### COSTI DEL PERSONALE



→ pagato mano mano che viene fornito  
 → viene registrato sotto la voce RETRIBUZIONE AL PERSONALE  
 (salari ≠ stipendi → entrambi fanno parte della retribuzione al personale)

- ASSICURAZIONE OBBLIGATORIA per il lavoratore
  - pensione + assicurazioni danni, malattie, ecc. ↳ beneficiario
  - il premio dell'assicurazione è in parte pagato dal datore e in parte dal lavoratore (contributi)

Es.

	costo del servizio 2000€		debito 2000€	
			1600€      400€	
assicurazioni assistenziali sociali a carico del datore del datore	→ + 800€		debito nei confronti del lavoratore	debito nei confronti dell'ente assicurativo (glieli pago per il lavoratore)
	2800€			
	↓		+ 800€	
	Di cui il lavoratore paga a caro 1600€			

Inoltre sono da pagare le imposte all'ERARIO (parte dello Stato) e il datore opera da sostituto di imposta

Es. aliquota 40%  
 → Il lavoratore prende perciò 960€ = 1600 - 40%, 640 di tasse vengono pagate dal datore con costo del servizio = 2800€