

XII.2. COSTO DEL CAPITALE E CREAZIONE DI VALORE

Il costo del capitale ha un ruolo centrale nell'ambito del *value based management* (VBM), una proposta manageriale che si pone come obiettivo principale la creazione di valore per gli azionisti, ossia l'incremento del valore del capitale che essi hanno investito. Tale obiettivo, in estrema sintesi, si consegue erogando agli azionisti una remunerazione superiore a quella che normalmente si ottiene attraverso investimenti con analogo rischio, quindi, in altre parole, facendo in modo che il capitale investito abbia un rendimento superiore al suo costo. Vale la pena di notare che con la diffusione del VBM l'informazione sul costo del capitale assume una rinnovata importanza.

Dall'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti derivano, tra l'altro, sistemi di misurazione e di controllo (piani, programmi, sistemi di incentivazione) finalizzati ad orientare in tale senso i comportamenti del sistema umano aziendale ed a comunicare all'esterno i risultati conseguiti. Si è discusso molto e ancora si stanno studiando gli effetti di tale modo di impostare la gestione aziendale, poiché vi sono diversi temi che possono essere oggetto d'indagine⁴. In questo paragrafo esamineremo solo quei concetti tipici del VBM utili per illustrare come può essere inserito il costo del capitale nell'ambito del *costing*.

A proposito ricordiamo innanzitutto il concetto di *reddito residuale* (Rr). Il Rr è uno degli indicatori che si possono impiegare per monitorare la creazione di valore, esso rappresenta appunto il reddito (o più in generale il margine) che residua dopo avere sottratto dai ricavi di competenza, oltre ai costi operativi e agli oneri finanziari, anche il costo del capitale proprio. Facendo riferimento a grandezze al lordo delle imposte, il Rr può essere determinato almeno in due modi⁵:

$$a) Rr = Ro - Cmpcl \times C$$

$$b) Rr = Rn - i \times Cp$$

dove:

Ro = reddito operativo al lordo delle imposte;

Cmpcl = tasso che esprime il *costo medio ponderato del capitale al lordo delle imposte*;

⁴ Cfr., ad esempio, Coda e Russo, 2003, Blume, 2015, Seal, 2010.

⁵ Per semplicità espositiva considereremo configurazioni di reddito e tassi di interesse al lordo delle imposte. Sui problemi che comporta la determinazione del costo del capitale in presenza di imposte e sulla scelta di operare al netto o al lordo di tale variabile, cfr.: Massari, 1998: p. 60 ss.; Donna, 1999: pp. 163-172; Donna e Borsic, 2000: pp. 67-72.

- C = totale del capitale impiegato (in prima approssimazione se si considerano le fonti è pari al capitale proprio + i debiti finanziari, dal lato degli impieghi, invece, è pari al capitale fisso netto + il capitale circolante netto⁶);
- Rn = reddito aziendale al netto degli oneri finanziari ma al lordo delle imposte;
- i = tasso che esprime il costo opportunità del capitale proprio al lordo delle imposte;
- Cp = capitale proprio.

Ricordiamo che la formula generale per determinare il costo medio ponderato (Cmpc) del capitale è la seguente:

$$Cmpc = i \times \frac{Cpm}{Cpm + Dm} + i_d \times \frac{Dm}{Cpm + Dm}$$

dove:

Cpm = valore di mercato del capitale proprio;

Dm = valore di mercato dei debiti finanziari;

i = costo del capitale proprio;

i_d = costo dei debiti finanziari al netto del beneficio fiscale⁷

Notiamo che i tassi (i) e (i_d) possono essere al lordo o al netto delle imposte (in questo lavoro, come già detto, i tassi sono da intendersi al lordo delle imposte).

Approfondiamo il concetto: il costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio (i) può essere pensato come la risultante di due componenti:

$$i = i' + s$$

dove:

i' = tasso di rendimento degli investimenti considerati privi di rischio (che si può ipotizzare pari al rendimento dei titoli di Stato) legato al solo decorrere del tempo;

s = remunerazione per il rischio dell'investimento in una determinata azienda.

La componente (s) può essere determinata in diversi modi, uno frequentemente impiegato nell'ambito del VBM è il seguente:

⁶ Il capitale investito può essere determinato in diversi modi, in merito cfr.: Coda, 1996: pp. 42-43; Donna, 1999: p. 353; Santorum, 2002: p. 343 ss.

⁷ (i_d) è così determinato: i_d = i_{dl} x (1 - t) dove (i_{dl}) è il costo dei debiti finanziari al lordo del beneficio fiscale e (t) è l'aliquota dell'imposta per la cui determinazione è possibile dedurre gli oneri finanziari.

$$s = \beta \times (i_m - i')$$

dove:

β = coefficiente beta che misura il rischio della specifica azienda rispetto a quello medio dell'intero mercato azionario;

i_m = indice espressivo del rendimento medio del mercato azionario;

i' = tasso di rendimento degli investimenti considerati privi di rischio.

La differenza ($i_m - i'$) rappresenta il premio per il rischio azionario, ovvero il compenso aggiuntivo che l'azionista si aspetta di ricevere per avere impiegato i propri capitali in una forma di investimento più rischiosa rispetto a quella dei titoli considerati privi di rischio. Il coefficiente beta esprime la variabilità della remunerazione (in termini di dividendi e di variazione del prezzo di mercato del titolo) dell'investimento in azioni di una certa azienda, rispetto a quella media del mercato⁸. Valori di beta maggiori di uno segnalano che si tratta di un titolo con una variabilità del rendimento superiore a quella media del mercato, pertanto si richiede un incremento del premio per il rischio azionario che si ottiene moltiplicando il premio per il beta. Valori di beta inferiori all'unità hanno ovviamente un significato opposto. Gli operatori specializzati pubblicano ed aggiornano continuamente i coefficienti beta di numerose aziende quotate e di settori di attività. Se l'azienda non è tra quelle esaminate, oppure non è quotata, è possibile riferirsi ad aziende similari.

In merito al reddito residuale, faremo riferimento alla formulazione a), in quanto, per i nostri fini sembra presentare alcuni vantaggi applicativi⁹.

⁸ Il beta di un titolo si ottiene come segue:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza}(i; i_m)}{\text{Varianza } i_m}$$

dove:

i = rendimento di un dato titolo;

i_m = rendimento medio dell'intero mercato azionario.

In merito cfr. anche Guatri, 1998: p. 93.

⁹ La formulazione del Rr basata sul reddito operativo presenta alcuni vantaggi, tra i quali ricordiamo: a) è efficace nei confronti dei manager operativi poiché evidenzia il collegamento tra le misure di creazione di valore e le variabili sotto la loro responsabilità; b) è più semplice da applicare nel caso di imprese *multibusiness*, nelle quali la misura del risultato netto e del capitale proprio, imporrebbe di determinare una struttura finanziaria per attribuire gli oneri finanziari. Tale approccio ha però anche degli svantaggi fra i quali: a) si genera una relazione circolare tra struttura finanziaria e costo del capitale proprio (la struttura finanziaria deriva dal rapporto tra il valore del capitale proprio e del debito, ma per definire il primo occorre conoscere il costo del capitale proprio il quale, a sua volta, è funzione della struttura finanziaria); b) il riferimento ad un costo medio ponderato del capitale costante per lunghi periodi di tempo è scarsamente realistico visto che probabilmente nel tempo muta la struttura finanziaria. Per approfondimenti cfr.

Il Rr può essere determinato per l'azienda, per singole aree strategiche d'affari, per progetti di investimento, ma anche, come vedremo in seguito, per «oggetti» più circoscritti (analisi della redditività dei clienti e dei prodotti).

L'impiego della contabilità analitica per la determinazione del costo del capitale e del Rr può essere utile soprattutto quando si considerano oggetti diversi dall'azienda nella sua interezza, poiché in tale caso l'applicazione della logica del Rr implica lo svolgimento di alcune rilevazioni sui ricavi, sui costi, e su altri dati non monetari che, di norma, non sono svolte in contabilità generale. Attraverso l'elaborazione dei dati provenienti da tali rilevazioni è possibile adattare alcuni strumenti che si usano anche nell'ambito dell'analisi e contabilità dei costi (ad esempio la *breakeven analysis* e l'analisi dei margini di contribuzione, ma anche il *target costing* e l'*Activity-Based Costing*¹⁰) per valutare se l'azienda sta incrementando il valore del capitale investito.

Nei paragrafi seguenti esamineremo come cambia l'applicazione di alcuni di tali strumenti in seguito alla considerazione del costo del capitale (e quindi potremo dire dell'approccio VBM).

Consideriamo un esempio su costo del capitale e creazione di valore

Per chiarire meglio perché si ha creazione di valore se gli azionisti sono remunerati in misura superiore alle attese, quindi al costo del capitale proprio, consideriamo un semplice esempio. L'azienda Alfa non ha debiti, ha un capitale investito di 10 milioni di euro e produce annualmente un reddito medio di 1 milione di euro. Anche per il futuro si prevede che l'ammontare più probabile di reddito annuale sarà pari a 1 milione. Il rendimento richiesto dal mercato, in considerazione della rischiosità dell'azienda, è stimato pari al 10%. Date tali ipotesi il mercato valuterà l'azienda proprio 10 milioni di euro, ammontare al quale corrisponde il valore attuale di un flusso di redditi futuri attualizzati al 10%. In tale caso l'azienda ha un valore pari al capitale investito dagli azionisti poiché quest'ultimo rende esattamente quanto *dovrebbe*. Se un acquirente pagasse una cifra superiore a 10 milioni di euro per ottenere la proprietà di Alfa (in altri termini per acquisire i redditi attesi stimati pari a 1 milione all'anno) il rendimento del suo investimento si abbasserebbe al di sotto del 10%, viceversa nel caso contrario. Ora ipotizziamo che, a parità di rischio, cambino le prospettive di reddito in seguito, ad esempio, ad iniziative intraprese dal *management*: il reddito annuo futuro passa da 1 milione a 1,2 milioni di euro. Secondo tali prospettive il rendimento annuo del capitale investito diviene pari al 12%. Si dice allora che Alfa crea valore poiché il rendimento annuo del capitale investito (12%) è supe-

Donna, 1999: pp. 115-116.

¹⁰ Sull'impiego del costo del capitale nell'*Activity-Based Costing*, si veda anche Giannetti, 2006.

riore al rendimento (10%) che il mercato si attende da investimenti con analogo rischio (tale rendimento atteso rappresenta appunto il costo del capitale che in questo caso, non essendoci debiti, è pari al costo del capitale proprio). Ma qual è l'entità della creazione di valore? La **creazione di valore di periodo** può essere misurata attraverso il reddito residuale ed è pari a:

$$(12\% - 10\%) \times 10 \text{ milioni di euro} = 0,2 \text{ milioni di euro}$$

oppure, in maniera del tutto analoga:

$$1,2 \text{ milioni di euro} - 10\% \times 10 \text{ milioni di euro} = 0,2 \text{ milioni di euro}^{11}.$$

A questo punto per conoscere quanto vale il capitale investito di 10 milioni di euro, basterà applicare la formula che, secondo l'impostazione di cui si sta discutendo, consente di determinare il valore del capitale. Tale formula, nella sua versione più generale, prevede che il valore del capitale azionario si possa ottenere sommando al capitale investito totale (capitale proprio + debiti finanziari) il valore attuale dei redditi residuali futuri (tale valore si potrebbe chiamare **creazione di valore totale**, poiché considera i redditi residuali di più periodi¹²) e sottraendo il valore dei debiti. Nel nostro caso non vi sono debiti inoltre si ipotizza che negli anni futuri permanga la creazione di valore annua di 0,2 milioni di euro, pertanto si ha:

$$\text{Valore del capitale azionario di Alfa} = 10 \text{ milioni} + 2 \text{ milioni} = 12 \text{ milioni}.$$

dove 2 milioni rappresentano la creazione di valore totale che in questo caso si ottiene attualizzando un flusso di 0,2 milioni, mediante la formula della rendita perpetua, al tasso del 10% ($0,2 \text{ milioni}/0,1$).

¹¹ Se l'azienda fosse indebitata bisognerebbe considerare il rendimento di tutto il capitale investito (proprio + debiti) ed il Cmpc.

¹² Sulla creazione di valore di periodo (o d'esercizio) e totale cfr. diffusamente Donna, 1999.