

XII.6. IL COSTO DEL CAPITALE NELLA GESTIONE OPERATIVA CORRENTE

Il costo del capitale può essere considerato anche a supporto dei giudizi di convenienza che riguardano la gestione operativa corrente. Tali giudizi si svolgono all'interno di un definito indirizzo strategico e pertanto assumono come date alcune scelte di fondo (obiettivi aziendali da raggiungere nel medio-lungo termine, investimenti funzionali al raggiungimento di tali obiettivi e così via). In altri termini tali decisioni sostanzialmente non mutano la capacità produttiva installata, ma piuttosto riguardano i modi di impiegare tale capacità produttiva. Ecco allora che le principali variabili sulle quali il management può agire (con diversi margini di libertà secondo le circostanze di riferimento) sono:

- i prezzi di vendita;
- i prezzi di acquisto dei fattori produttivi e dei servizi;
- i consumi dei fattori produttivi;
- i tempi di dilazione sui pagamenti concessi dai fornitori;
- i tempi di dilazione concessi ai clienti;
- l'entità delle scorte ed il tempo di permanenza in magazzino di merci, materie prime, semilavorati, prodotti in corso di lavorazione, prodotti finiti e materiale di consumo.

Come già detto non si considerano in questa sede le scelte di investimento pluriennali come possibile variabile sulla quale agire, poiché sono assunte come date (inoltre dovrebbero essere valutate attraverso l'attualizzazione dei flussi netti differenziali che esse producono, più che mediante tecniche come quelle che esamineremo). Ciò premesso, nell'ambito della gestione operativa corrente, la considerazione del costo del capitale può essere utile, ad esempio, nelle seguenti situazioni:

- *analisi della redditività dei prodotti;*
- *analisi della redditività dei clienti;*
- *decisioni di make or buy.*

Prima di esaminare distintamente ognuna di tali situazioni bisogna fare alcune precisazioni in merito alla *logica di base* sottostante lo svolgimento di tali analisi e al *modo di svolgere l'analisi*.

La *logica di base* è la medesima per ogni situazione esaminata, poiché in ogni caso occorre: a) *introdurre nel giudizio di convenienza il costo del capitale che deriva dal prodotto tra il tasso di interesse e l'ammontare del capitale relativo alle alternative considerate* e b) *svolgere un'analisi di tipo differenzia-*

le (in altre parole si confrontano i costi ed i ricavi che non sono comuni alle alternative esaminate).

Invece riguardo al modo di svolgere l'analisi, pur nell'ambito della medesima logica di fondo, si può fare riferimento a due approcci¹⁸:

1. analisi puntuale della convenienza economica di singole alternative d'azione;
2. analisi sintetica della convenienza economica di alternative d'azione che saranno ripetute in un certo periodo.

Entrambi gli approcci portano alla determinazione di un reddito o margine residuale, ma vi sono alcune differenze. Secondo l'approccio 1) si considera in maniera analitica quale sarà l'impatto dell'alternativa d'azione sul capitale, in termini di ammontare e durata delle singole voci che lo compongono (per il capitale circolante netto che qui interessa, le voci principali sono scorte, crediti, debiti verso fornitori).

Nell'approccio 2), invece, si considera l'impatto che un certo corso di azione può avere sul capitale mediamente impiegato nel periodo considerato, senza procedere ad un'analisi puntuale della durata delle singole voci (da qui la qualificazione di analisi sintetica). Di seguito consideriamo un esempio dell'approccio analitico (approccio 1) facendo riferimento all'analisi della redditività dei prodotti.

Consideriamo un esempio di impiego del costo del capitale nell'analisi della redditività dei prodotti

I dati seguenti sono riferiti a lotti di due prodotti che potrebbero essere realizzati in maniera alternativa utilizzando la medesima struttura produttiva. Il costo medio ponderato del capitale al lordo delle imposte è pari al 12% annuo. Per valutare la convenienza economica dei due prodotti abbiamo realizzato due tabelle per ogni prodotto, in ogni tabella sono riportate le voci di costo, di ricavo, di capitale circolante netto, che differiscono in un'alternativa rispetto all'altra, mentre non sono evidenziate quelle presenti in entrambe le alternative poiché irrilevanti ai fini del giudizio di convenienza (ad esempio non sono presenti i costi del capitale fisso, né l'importo dello stesso, in quanto comuni alle due alternative)¹⁹. Nella prima tabella (Tabella XII-1) vi sono le voci del capitale circolante netto (valorizzate al costo) conseguenti alla scelta di produrre un certo prodotto, di tali voci abbiamo evidenziato l'importo, la durata in giorni, il tasso corrispondente alla durata delle voci ed il costo del capitale che si ottiene moltiplicando il tasso per l'importo della voce del capitale. Tra i costi

¹⁸ In merito cfr. anche D'Ippolito, 1962: p. 277 ss.

¹⁹ Sui costi rilevanti, irrilevanti e differenziali, cfr. Cinquini, 2017: cap. III.

del capitale i valori tra parentesi devono essere sottratti al fine di ottenere il costo del capitale relativo al capitale circolante netto.

Nella seconda tabella (Tabella XII-2), invece, sono riassunti i dati economici che consentono di determinare i margini generati dai due prodotti.

Tabella XII-1. – *Calcolo del costo del capitale – Prodotto A*

| <i>Voci del capitale circolante netto (Ccn)</i> | <i>a) Importo</i> | <i>b) Durata (giorni) della voce di Ccn</i> | <i>c) Tasso di periodo ²⁰</i> | <i>d) Costo del capitale a) x c)</i> |
|--|-------------------|---|--|--------------------------------------|
| Scorte materie prime | 2.800,00 | 20 | 0,006316 | 17,68 |
| Debiti vs. fornitori materie prime | 2.800,00 | 30 | 0,009489 | (26,57) |
| Materiale in corso di lavorazione (materie prime + altri costi di fattori non durevoli per la lavorazione) | 4.800,00 | 3 | 0,000945 | 4,54 |
| Debiti vs. fornitori per i costi di lavorazione | 1.200,00 | 60 | 0,019068 | (22,88) |
| Scorte prodotti finiti | 4.800,00 | 5 | 0,001575 | 7,56 |
| Crediti vs. clienti | 5.800,00 | 30 | 0,009489 | 55,04 |
| Costo totale del capitale per il prodotto A | | | | 35,37 |

Tabella XII-2. – *Margine residuale – Prodotto A*

| | |
|---------------------------|-----------------|
| Ricavi | 5.800,00 |
| Costi materie prime | 2.800,00 |
| Altri costi di produzione | 2.000,00 |
| Margine lordo | 1.000,00 |
| Costo del capitale | 35,37 |
| Margine residuale | 964,63 |

²⁰ Il tasso di periodo è determinato secondo la seguente relazione:

$$(1 + i_{gg})^{360/gg} = (1 + i_a)$$

dove:

i_{gg} = tasso di periodo (relativo cioè ai giorni di durata della voce del capitale);

gg = giorni di durata della voce del capitale;

i_a = tasso annuale (che nel nostro caso è pari al 12%).

Per un periodo di 20 giorni, ad esempio, l'espressione diviene:

$$(1 + i_{20})^{360/20} = (1 + 0,12)$$

dalla quale si può ricavare il tasso riferito ad un periodo di 20 gg.:

$$i_{20} = (1 + 0,12)^{20/360} - 1 = 0,006316.$$

Tabella XII-3. – *Calcolo del costo del capitale – Prodotto B*

| <i>Voci del capitale circolante netto (Ccn)</i> | <i>a) Importo</i> | <i>b) Durata (giorni) della voce di Ccn</i> | <i>c) Tasso di periodo</i> | <i>d) Costo del capitale a) x c)</i> |
|--|-------------------|---|----------------------------|--------------------------------------|
| Scorte materie prime | 3.000,00 | 20 | 0,006316 | 18,95 |
| Debiti vs. fornitori materie prime | 3.000,00 | 60 | 0,019068 | (57,20) |
| Materiale in corso di lavorazione (materie prime + altri costi di fattori non durevoli per la lavorazione) | 5.000,00 | 5 | 0,001575 | 7,88 |
| Debiti vs. fornitori per i costi di lavorazione | 1.500,00 | 60 | 0,019068 | (28,60) |
| Scorte prodotti finiti | 5.000,00 | 10 | 0,003153 | 15,76 |
| Crediti vs. Clienti | 6.000,00 | 60 | 0,019068 | 114,41 |
| Costo totale del capitale per il prodotto A | | | | 71,20 |

Tabella XII-4. – *Margine residuale – Prodotto B*

| | |
|---------------------------|-----------------|
| Ricavi | 6.000,00 |
| Costi materie prime | 3.000,00 |
| Altri costi di produzione | 2.000,00 |
| Margine lordo | 1.000,00 |
| Costo del capitale | 71,20 |
| Margine residuale | 928,80 |

Si nota che dopo avere considerato anche il costo del capitale, il prodotto A evidenzia un margine residuale superiore. Oltre a ciò si vede che i due prodotti, tra l'altro, hanno una diversa durata del ciclo economico (periodo intercorrente tra il momento del sostenimento del costo di acquisto delle materie prime e quello di conseguimento del ricavo). Per il prodotto A può essere considerato pari a:

20 (periodo giacenza materie prime in magazzino) + 3 (lavorazione) + 5 (periodo di giacenza dei prodotti finiti in magazzino) = 28 gg.
per il prodotto B = 20 + 5 + 10 = 35 gg.

In merito si possono fare alcune considerazioni. Si può verificare, ad esempio, la possibilità di ridurre i tempi di giacenza in magazzino delle materie prime, di lavorazione e di giacenza dei prodotti finiti²¹; inoltre se si ipotizza che i due prodotti possano avere in comune l'inizio del ciclo economico, si dovrebbe tenere conto che essi generano i ricavi in momenti diversi, pertanto, *laddove fosse giudicato significativo*, si potrebbe attualizzare il margine del prodotto B, oppure capitalizzare il margine del prodotto A²². Tenendo conto anche di questa ulteriore differenza il giudizio a favore della convenienza economica del prodotto A si rafforza ulteriormente.

²¹ Cfr. anche in questo volume la *process value analysis*.

²² Nel caso di attualizzazione il margine del prodotto B, andrebbe moltiplicato per $1/(1 + i_7)$ dove i_7 è il tasso per un periodo di 7 giorni (35-28) equivalente al tasso annuale del 12%, ottenibile come ricordato in precedenza Viceversa per capitalizzare il margine del prodotto A bisognerebbe moltiplicarlo per $(1 + i_7)$.

Nell'analisi sintetica della convenienza economica di una serie di operazioni che saranno ripetute in un certo periodo (approccio 2), un modo per tenere conto con una soddisfacente approssimazione del costo del capitale, può essere quello di stimare l'impatto della decisione sul capitale, senza evidenziare la durata delle singole voci (la variabile tempo è comunque inclusa nell'analisi attraverso la scelta dell'estensione del periodo da considerare). Per illustrare tale approccio consideriamo i seguenti esempi (analisi della redditività dei clienti e *analisi make or buy*²³).

Consideriamo un esempio di impiego del costo del capitale nell'analisi della redditività dei clienti

L'area strategica d'affari «Alfa» della società Gamma gestisce a distanza impianti di riscaldamento e condizionamento di ospedali, supermercati, scuole, ecc. Il responsabile dell'area strategica d'affari intende valutare la redditività di due nuovi clienti che sta per acquisire. I dati utili (previsti) sono i seguenti (valori annuali):

| | <i>Cliente Rossi</i> | <i>Cliente Bianchi</i> |
|---|----------------------|------------------------|
| Ricavi | 700.000,00 | 500.000,00 |
| Costi attribuibili al cliente ²⁴ | 600.000,00 | 420.000,00 |
| Termini di pagamento (giorni di dilazione) | 120 | 30 |
| Crediti (ricavi × termini di pagamento/360) | 233.333,33 | 41.666,67 |
| Costo medio ponderato del capitale al lordo delle imposte | 12% | 12% |

| | <i>Cliente Rossi</i> | <i>Cliente Bianchi</i> |
|--|----------------------|------------------------|
| Ricavi | 700.000,00 | 500.000,00 |
| Costi attribuibili al cliente | 600.000,00 | 420.000,00 |
| Margine lordo | 100.000,00 | 80.000,00 |
| Costo del capitale (12% × ammontare crediti) | 28.000,00 | 5.000,00 |
| Margine residuale | 72.000,00 | 75.000,00 |

Si nota che la considerazione del costo del capitale può cambiare il giudizio di convenienza sulla redditività dei clienti.

²³ Sull'argomento cfr. Donna e Borsic, 2000: p. 160 ss.

²⁴ Sull'argomento cfr. capitolo II.

Consideriamo un esempio di impiego del costo del capitale nell'analisi make or buy

L'azienda Delta produce abbigliamento per bambini da zero a dodici anni. La direzione dell'azienda riceve la proposta di realizzare in un anno un primo lotto di 10.000 tute per il tempo libero destinate ai bambini dai tre ai sei anni, il ricavo per ogni tuta è di € 15,00. La direzione intende accettare l'ordine poiché rappresenta un'occasione per entrare in un segmento di mercato con buone prospettive di sviluppo. Le tute possono essere realizzate utilizzando una linea di produzione già presente in azienda, c'è però la possibilità di esternalizzare la fase di cucitura degli elastici e delle cerniere delle tute. Se tale fase di produzione fosse svolta all'interno (*make*), si dovrebbero acquistare le cerniere e gli elastici e cucirli sulle tute, mentre nel caso di esternalizzazione (*buy*) sarebbero acquistati direttamente dal fornitore. Al fine di supportare la decisione, il responsabile della contabilità analitica fornisce i seguenti dati:

- il costo delle cerniere e degli elastici è di € 2,00 a capo;
- i materiali accessori per lo svolgimento all'interno delle fasi di lavorazione costano € 0,25 per ogni tuta;
- i costi industriali (variabili) per lo svolgimento delle fasi di lavorazione sono pari a € 0,75 per ogni tuta;
- la scelta *make* comporta un incremento del lavoro straordinario per un ammontare pari a € 3.000,00;
- il fornitore individuato per lo svolgimento delle fasi di lavorazione è disposto ad acquistare direttamente elastici e cerniere ed a cucirli sulle tute al costo di € 3,20 per ogni tuta;
- la scelta *buy* implica un aumento dei controlli di qualità con un aggravio dei costi pari a € 1.000,00;
- la scelta *make* origina, nel periodo considerato, un capitale circolante netto che si stima pari al 15% del fatturato di tale ordine;
- nel caso di scelta *buy* si stima che nel periodo considerato il capitale circolante netto sarà pari all'8% del fatturato (visto che, tra l'altro, le cerniere e gli elastici sono acquistati direttamente dal fornitore);
- il costo medio ponderato del capitale al lordo delle imposte è pari al 12%.

Determinare la convenienza ad esternalizzare la cucitura degli elastici e delle cerniere.

Nella tabella seguente riportiamo i dati necessari per lo svolgimento del giudizio di convenienza (ricordiamo che il periodo di riferimento è un anno).

| | <i>Make</i> | <i>Buy</i> |
|---|---|---|
| Cerniere + elastici | 20.000,00 (2,00 × 10.000) | |
| Materiali accessori | 2.500,00 (0,25 × 10.000) | |
| Costi industriali | 7.500,00 (0,75 × 10.000) | |
| Straordinari | 3.000,00 | |
| Costo svolgimento esterno fasi lavorazione | | 32.000,00 (3,20 × 10.000) |
| Controllo qualità | | 1.000,00 |
| Tot. costi prima del costo del capitale | 33.000,00 | 33.000,00 |
| Costo del capitale | 2.700,00 (15 × 10.000 × 0,15 × 0,12) | 1.440,00 (15 × 10.000 × 0,08 × 0,12) |
| Totale costi (comprensivi del costo del capitale) | 35.700,00 | 34.440,00 |

Nel caso esaminato è più conveniente l'ipotesi *buy* poiché ha un costo complessivo inferiore di € 1.260,00 (35.700,00 – 34.440,00). Si nota che se il giudizio di convenienza non avesse considerato il costo del capitale, il costo totale delle due alternative sarebbe stato equivalente. Infine il margine residuale delle due alternative è pari a:

Make: $10.000,00 \times 15,00 - 35.700,00 = 114.300,00$

Buy: $10.000,00 \times 15,00 - 34.440,00 = 115.560,00$

In merito alle situazioni appena esaminate ci sembrano doverose alcune osservazioni finali. La determinazione del costo del capitale implica la formulazione di numerose stime e congetture (pensiamo, ad esempio, all'incidenza del capitale circolante netto sul fatturato, oppure alle soluzioni adottate per determinare i tassi d'interesse), al variare di tali ipotesi ovviamente mutano i risultati ottenibili. Pertanto sembra opportuno considerare tale soggettività quando si interpretano i risultati dell'analisi, soprattutto laddove le alternative a confronto non mostrano, da un punto di vista quantitativo, differenze rilevanti. Inoltre trattasi di giudizi di convenienza che dovrebbero essere svolti tenendo conto del contesto operativo e strategico nel quale le alternative d'azione esaminate sono inserite.

Ciò premesso, i risultati (redditi e margini) al netto del costo del capitale, se interpretati correttamente, dovrebbero essere utili non solo per misurare l'impatto del costo del capitale, ma anche per gestire tale risorsa il cui costo, spesso, non è adeguatamente considerato.