

BILANCIO

Il meccanismo della leva finanziaria

di **Federica Furlani**

Nella scelta delle fonti di finanziamento da utilizzare per realizzare un investimento, ossia nella scelta tra **capitale proprio** o **capitale di debito**, uno degli elementi da considerare è la c.d. **leva finanziaria**.

Conviene finanziarsi con capitale proprio o indebitarsi? Qual è il *mix* ottimale tra fonti interne e fonti esterne di finanziamento?

La leva finanziaria aiuta a **fornire una risposta sulla base della relazione che lega il ROE** (*return on equity*), che misura la redditività del capitale proprio, **al ROI** (*return on investment*), che misura la redditività del capitale investito, **al costo dell'indebitamento** (*i*) e all'**indice di indebitamento** e, quindi, alla struttura finanziaria prescelta.

In particolare la formula di disaggregazione del ROE che esprime la leva finanziaria è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i) * \text{Debiti finanziari} / \text{Capitale proprio}] * (1 - \text{aliquota fiscale})$$

dove:

ROE = risultato d'esercizio/capitale proprio;

ROI = risultato operativo/capitale investito.

Analizzando pertanto la relazione tra ROI e costo dell'indebitamento (*i*) è possibile determinare l'effetto, positivo, negativo o nullo, che un **maggior indebitamento** determina sulla **redditività** del capitale proprio (ROE).

In caso di ROI pari al costo dell'indebitamento (*i*), la scelta tra fonti esterne ed interne non produce alcun effetto sul ROE; mentre nel caso in cui il rendimento dell'investimento sia inferiore al costo dell'indebitamento, conviene **limitare** il ricorso al capitale di terzi perché il suo aumento provoca un effetto moltiplicatore negativo sul ROE.

Se invece il **ROI è maggiore** del costo sopportato per ottenere capitale da terzi, **l'effetto leva è positivo** ($\text{ROI} > i$): conviene ricorrere al capitale di terzi per finanziare l'investimento perché ciò determina un effetto moltiplicativo sul ROE, tenendo conto che il rapporto debiti finanziari/capitale proprio aumenta. E **tanto più elevato è lo spread tra ROI ed *i*, tanto**

maggiore è l'effetto positivo sul ROE.

Se ad esempio il rendimento operativo previsto per un investimento è pari al 7% contro un costo dell'indebitamento pari al 3%, ho convenienza a finanziarmi all'esterno per realizzare l'investimento alla luce *spread* positivo del 4%.

Oltretutto più aumenteranno i debiti finanziari, più elevato sarà l'indice di indebitamento (debiti finanziari/capitale proprio) e quindi maggiore sarà l'**effetto moltiplicativo** sulla redditività dell'*equity*.

Un esempio aiuterà a capire il concetto.

Supponiamo di dover realizzare un investimento di 1.000.000 € per il quale ci si attende un ROI del 20%.

Il tasso di interesse applicato dalla banca disposta a finanziare l'investimento è pari al 6% e l'aliquota fiscale per semplicità viene fissata al 50%.

La prima ipotesi prevede l'acquisto con capitale proprio: l'effetto sul ROE sarà il seguente.

Posto che il risultato operativo sarà pari a 200.000 € (20% di 1.000.000 €), in assenza di oneri finanziari, in quanto l'investimento è finanziato interamente con capitale di rischio, il risultato d'esercizio (al netto delle imposte) sarà pari a 100.000 €, **con un ROE (100.000€/1.000.000€) che si attesta pertanto al 10%.**

Se si decide, invece, di finanziare l'investimento per l'80% (800.000 €) con capitale di terzi e per il 20% (200.000 €) con capitale proprio, il risultato d'esercizio risentirà degli oneri finanziari (6%*800.000 €) e dell'aliquota d'imposta, attestandosi a 76.000 €. Il **ROE risulterà pertanto pari al 38%** (76.000 €/200.000 €).

Se invece lasciamo invariati tutti i termini tramite il ROI atteso, che lo fissiamo al 10%, nel primo caso (finanziamento con capitale proprio) il ROE sarà pari al 5%, nel secondo al 13%.

Il tutto era prevedibile anche solo osservando la formula sopra espressa, ed evidenzia che in presenza di *spread* positivo (14% o 4%), aumentare il ricorso al debito consente di incrementare il ROE (dal 10% al 38% nella prima ipotesi, dal 5% al 13% nella seconda), e tanto maggiore è lo scarto tanto l'aumento del ROE è significativo.

Come tutte le leve a disposizione è bene non sfruttare al massimo lo *spread* potenziale e **mantenere un certo livello di sicurezza**: è sempre meglio evitare il ricorso esclusivo al debito.

L'incremento dell'esposizione verso terzi produrrà infatti un deterioramento del profilo di rischio dell'azienda, che si troverà ad avere una **struttura finanziaria meno solida**, un peggioramento del *rating*, che si tradurrà molto probabilmente in un incremento del costo

dell'indebitamento, e quindi del tasso di interesse applicato (i).

All'aumentare del costo del denaro lo *spread* si riduce e potrebbe arrivare a superare la redditività operativa degli investimenti, che si può comunque modificare nel tempo, portando la leva finanziaria a funzionare in termini esattamente **opposti**, con un effetto **boomerang** negativo sul ROE.

L'aumento dell'indebitamento produce oltretutto un rischio anche dal punto di vista economico, con un aumento degli oneri finanziari, e quindi un impatto sul risultato d'esercizio.