
La crescita autosostenuta e il modello della crescita sostenibile

di [Marco Righetti](#)

Pubblicato il 17 Aprile 2008

La struttura finanziaria delle PMI è argomento di grande attualità anche a seguito dell'introduzione dei principi di Basilea 2 nei rapporti Banche - Imprese. Numerosi sono gli studi che hanno ad oggetto i riflessi del livello di indebitamento sulla performance aziendale. Si parla spesso di leva finanziaria per rendere l'idea delle potenzialità di crescita legate al ricorso a capitale di terzi. Tuttavia le evoluzioni più recenti di queste ricerche affrontano tale rapporto da un diverso punto di vista, concentrando la loro attenzione sulle possibilità delle imprese di sostenere autonomamente la loro crescita.

La crescita autosostenuta

Alla base di questa nuova prospettiva è il **presupposto** secondo cui **all'aumentare del livello di profittabilità, l'indebitamento si riduce.**

+ profitto ? < indebitamento

Se la gestione operativa di un'impresa riesce a generare una liquidità tale da superare il fabbisogno di investimenti, l'eccedenza disponibile va a ridurre la posizione debitoria, ripagando i finanziamenti contratti.

Questo significa che **le imprese dovrebbero tendere all'utilizzo dei dividendi non distribuiti come fonte di finanziamento della crescita nel lungo termine.**

Il modello della crescita sostenibile

Da queste basi è stato costruito il **modello della crescita sostenibile**. L'obiettivo di questo intervento è quello di approfondire e interpretare tale teoria.

Punto d'inizio dell'analisi sono il concetto di **crescita** e di **autosostenibilità**.

Il concetto di crescita d'azienda

Tanto nella prassi quanto in dottrina si è soliti rapportare le prospettive di crescita con l'andamento dei ricavi: più aumenta il fatturato e maggiori sono le "dimensioni" che l'impresa deve assumere per sostenere i superiori flussi derivanti dall'attività operativa.

L'aumento del fatturato si riflette a sua volta tanto sul capitale circolante, quanto sulle immobilizzazioni.

Un maggiore volume di ricavi comporta da un lato un proporzionale incremento di crediti commerciali e rimanenze e dall'altro un progressivo adeguamento del capitale fisso tale da sostenere i più consistenti flussi produttivi dell'attività.

Una sintesi di queste variabili è espressa dall'equazione di seguito proposta.

equazione 1: $ROI = RO / V \times V / CI$

dove: ROI = redditività capitale investito (RO/ CI); RO = reddito operativo; V = vendite.



Il concetto di autosostenibilità

E' un concetto legato al rapporto fra profittabilità e indebitamento. Una crescita può essere autonomamente finanziata se i flussi di cassa derivanti dall'attività operativa sono superiori a quelli necessari per sostenere gli investimenti.

In questo modo l'impresa è in grado di ridurre il livello di indebitamento attingendo dal proprio cash flow le risorse necessarie per sostenere parte dei propri progetti di sviluppo (investimenti a breve e a lungo termine).

Questo è il concetto di base della crescita autosostenuta: maggiore è il livello di profittabilità e più contenuto dovrà essere il livello di indebitamento.

A questo punto devono essere introdotte due nuove variabili all'interno della presente analisi: posizione finanziaria netta e livello di indebitamento.

La posizione finanziaria netta informa sul grado di indebitamento essendo calcolata come differenza fra debiti finanziari (indipendentemente dalla scadenza temporale) e attività finanziarie a breve termine, comprese le disponibilità liquide.

PFN = debiti finanziari – attività finanziarie a breve

E' intuitiva l'importanza che questo parametro assume nel tema in questione.

Migliorare la posizione finanziaria netta consente all'impresa di avere a disposizione maggiori risorse da investire nella crescita.

E' presumibile che all'aumentare delle dimensioni dell'attività svolta saranno maggiori i debiti che richiederanno un'adeguata copertura finanziaria. In tal senso entra in gioco la seconda variabile rilevante

della nostra analisi ovvero il livello di indebitamento (*leverage*). Si calcola attraverso il rapporto fra capitale investito (somma fra capitale proprio e capitale di terzi) e capitale proprio.

Leverage = CT / PN

dove: CT = capitale di terzi (debiti); PN = capitale proprio.

Livello di indebitamento dell'impresa

La questione da porsi in merito al rapporto di indebitamento è la seguente: **quanto e in quale forma l'impresa può indebitarsi?**

Rispondere a questa domanda significa definire la condizione di equilibrio finanziario di lungo termine, che è rispettata quando il *leverage* si mantiene costante e dunque al crescere del capitale investito cresce in modo proporzionale il valore dei mezzi propri. E' possibile sintetizzare tale condizione **nella formula di seguito esposta.**

equazione 2: $\frac{? CI}{CI} = \frac{? PN}{PN}$

dove: ? CI = variazione del capitale investito; ? PN = variazione del capitale proprio;

$\frac{? CI}{CI}$ = tasso di crescita del capitale investito;

$\frac{? PN}{PN}$ = tasso di crescita del capitale proprio.

La terza equazione permette di formulare una considerazione fondamentale ai fini del presente studio: se l'impresa deve mantenere un congruo livello di indebitamento nel lungo termine, il tasso di crescita massima sostenibile del Capitale Investito deve corrispondere al tasso di autofinanziamento, ovvero al prodotto del ROE per la quota di utile accantonata a riserva.

Questo significa che un'impresa deve valutare adeguatamente le proprie possibilità di crescita e ponderare tali potenzialità con il livello di autofinanziamento generabile dall'attività nel lungo periodo: una crescita del fabbisogno di capitale superiore al tasso stimato di autofinanziamento perseguibile ($g > ROE \times (1 - d)$) determinerebbe un maggiore livello di indebitamento.

Si tratterebbe di un compromesso accettabile solo se temporaneo, prevedendo una maggiore redditività del Capitale di Rischio nel lungo periodo tale da ripagare il maggiore debito contratto sostituendolo con i maggiori utili prodotti e non distribuiti.

equazione 3: $g = ROE \times (1 - d)$

dove: g = tasso di crescita massimo sostenibile; ROE = redditività del capitale proprio;

d = tasso di distribuzione degli utili; $1 - d$ = tasso di reinvestimento degli utili.

Un ulteriore passo avanti nell'analisi si ottiene sostituendo al ROE nella terza equazione la formula della leva finanziaria di seguito riportata. In questo modo otteniamo la formula della crescita sostenibile in condizioni di equilibrio finanziario (equazione 5).

equazione 4: $ROE = [ROI + CT/PN \times (ROI - i)] \times (1 - t)$

dove: i = costo del capitale di terzi; t = aliquota fiscale applicata.

equazione 5: $g = [ROI + CT/PN \times (ROI - i)] \times (1 - t) \times (1 - d)$

Dall'equazione 5 emerge una questione centrale dell'analisi: **finché la differenza fra redditività del capitale investito e costo del capitale di terzi rimane positiva il ricorso a finanziamenti esterni risulta conveniente, aumentando il ROE ottenibile e di conseguenza le risorse interne reinvestibili nell'attività.**

Tuttavia l'indebitamento non deve superare un dato livello oltre il quale il valore negativo della suddetta differenza ridurrebbe la redditività prodotta. In questi termini deve essere programmata una politica di autofinanziamento capace di sostenere lo sviluppo dell'attività senza compromettere l'equilibrio finanziario.

E' evidente come l'analisi e la pianificazione strategica a livello economico e finanziario debbano essere sistematicamente monitorate e reciprocamente programmate.

Questo significa valutare le determinanti dei risultati economici prospettici, costruire un adeguato sistema di rilevazione e monitoraggio dei fattori in questione e programmare politiche e strategie idonee a sostenere la crescita prevista senza compromettere l'equilibrio finanziario.

Quest'ultimo a sua volta deve essere sintetizzato in un complesso di indicatori capaci di misurare la rischiosità del rapporto di indebitamento e la correlazione dello stesso con gli obiettivi economici previsti.

Il risultato di una gestione attenta della performance economica e finanziaria ottenuta e ottenibile può essere definito "**crescita autosostenuta**".

Fonti: Il Commercialista Veneto; varie

dott. Marco Boninsegna e dott. Marco Righetti

17 Aprile 2008