

La valutazione degli investimenti attivi

di Giuseppa Carlino (*)

La gestione degli investimenti attivi e le relative decisioni sono inerenti a quella parte del corporate finance definita *capital budgeting* che riguarda non solo le decisioni di accettazione o rifiuto dei singoli progetti, ma anche un sistema integrato di pianificazione strategica. Nello specifico questi metodi devono essere in grado di esprimere il valore nella prospettiva degli investitori. Dal punto di vista degli investitori, la redditività e la creazione del valore di un'impresa sono funzioni dei fondi inizialmente investiti in termini di cash flow operativi, dell'orizzonte temporale e del costo del capitale.

Premessa

La gestione degli investimenti attivi e le relative decisioni sono inerenti a quella parte del *corporate finance* definita *capital budgeting* che riguarda non solo le decisioni di accettazione o rifiuto dei singoli progetti, ma anche un sistema integrato di pianificazione strategica. Il limite maggiore che ancora oggi si incontra in relazione alle decisioni di investimento è spesso legato all'incapacità di potere determinare in modo completo i risultati dello stesso e il loro monitoraggio nel tempo. La valutazione di cui si parla sopra è, in larga misura, legata alla capacità di intercettare e proiettare tutti i flussi finanziari che ne possono derivare in modo appropriato in un orizzonte temporale definito. Difatti, molto spesso, i flussi di cassa attesi e la loro modellazione si basano su driver prettamente economici che vanno applicati alle varie componenti che generano i flussi attesi. In particolare, per tutte le componenti operative sarà necessario applicare il modello di *business* atteso (o ciclo di vita se si tratta di un singolo progetto circostanziato) attraverso variabili di natura economica ma che, all'interno di un sistema di gestione finanziaria prospettica, si tramutano in flussi di cassa. Solo sulla base di questi flussi di cassa, trattati in vario modo a seconda del modello di valutazione usato, sarà possibile esprimere un giudizio di convenienza economica razionale.

Gli analisti in genere usano differenti metodi inclusi quelli *standard* come il costo medio del capitale, metodo Arditti-Levy, metodo

dell'*equity* residuale o del valore attuale modificato. Tutti i metodi evidenziano la possibilità ad essere ricondotti ad un'unica formulazione che dimostra la corrispondenza tra VAN (Valore Attuale Netto), in tutte le sue declinazioni, e IRR (tasso interno di rendimento) sotto ipotesi di un livello di indebitamento costante e predefinito.

Di seguito si riportano i principali metodi, sotto alcune ipotesi semplificative, che vengono utilizzati per valutare nuovi progetti, progetti integrativi o per valutare un'impresa nel suo complesso. Infatti si supponga che l'impresa abbia da valutare nuovi progetti che abbiano lo stesso livello di rischiosità e tutti da finanziare con un mutuo al tasso di interessi r . Tutti gli interessi sul finanziamento sono interamente deducibili dal reddito tassabile e generano uno scudo fiscale al tasso di aliquota applicabile all'azienda θ . Inoltre il livello di indebitamento viene definito al livello *target* ω compatibile con una certa struttura aziendale e il costo del capitale di rischio è pari a K_e .

La valutazione di un progetto viene effettuata sulla base della sua capacità di produrre *cash flow* F_t per un orizzonte temporale t espresso in anni. Il *free cash flow*, detto anche flusso operativo dopo il prelievo fiscale, è il flusso di cassa generato e prima che ogni impegno finanziario

Nota:

(*) *Treasury Solution Specialist* presso Piteco S.p.A., specialista in progetti di tesoreria, gestione patrimoniale e analisi finanziaria di corporate finance

venga pagato (quote di interessi da rimborsare e interessi passivi periodici).

Si riporta qui la legenda delle variabili utilizzate nel corso del contributo:

r : tasso di interesse su mutuo a tasso variabile;

θ : aliquota fiscale applicabile all'impresa;

ω : livello di indebitamento dell'impresa;

K_e : costo del capitale di rischio;

F_t : flussi di cassa prodotti;

t : orizzonte temporale (da 0 a T).

Ai fini fiscali, il reddito fiscale è definito come il reddito prima degli oneri finanziari e delle imposte ovvero l'EBIT; ciò significa che il FCF non include lo scudo fiscale generato dagli interessi passivi.

Il livello del debito esistente e associato al progetto alla fine dell'anno di gestione t è indicato da D_t .

Metodo WACC

Questo metodo assume che il valore del progetto (ma la logica può anche essere estesa all'intera impresa) è pari alla somma di valori attuali di FCF nel tempo, dove tutti i flussi vengono attualizzati al costo medio del capitale:

$$wacc = i = \omega(1 - \theta)r + (1 - \omega)k_e$$

Dove le variabili hanno il significato indicato nella tabella sopra.

Questo metodo *standard*, utilizzando il WACC come tasso di attualizzazione dei flussi, riflette la valutazione di tutte le variabili finanziarie che sono sintetizzate nel tasso usato per lo sconto.

Il valore attuale del progetto:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1 + i)^t}$$

Un metodo alternativo al valore attuale tramite WACC, è il metodo *Economic Value Added* (EVA) che viene usato quando si vogliono mettere a confronto i valori economici con l'analisi finanziaria tramite l'uso del costo medio del capitale (sia il debito, che mezzi propri), ma i flussi da attualizzare non sono i *free cash flow* bensì i profitti conseguiti per singolo anno. Invece di considerare l'investimento come un flusso, ogni anno il metodo EVA sottrae il

valore degli ammortamenti e il costo-opportunità che è pari a un tasso di sconto moltiplicato per il *book-value* dai FCF. Il valore attuale calcolato con il metodo reddituale equivale al metodo finanziario che usa i flussi di cassa.

Metodo residuale dell'equity

Questo metodo noto anche come *cash flow to equity method*, valuta ogni progetto dal punto di vista dell'investimento tramite la sottoscrizione di azioni ordinarie. In questo caso i flussi di cassa da considerare sono tutti i flussi che vengono distribuiti agli azionisti (ogni anno il FCF viene depurato del rimborso dei prestiti e gli interessi passivi). Tutti i flussi associati ai finanziamenti passivi così come i flussi associati allo scudo fiscale, sono sempre inclusi nel metodo dell'*equity cash flow*. In questo caso essendo il punto di vista quello degli azionisti il tasso che viene utilizzato per l'attualizzazione è il costo del capitale di rischio. In questo caso il valore attuale diventa:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{F_t + D_t - (1 + (1 - \theta)r)D_{t-1}}{(1 + K_e)^t}$$

Del suddetto modello ne esiste una variante alternativa che considera l'intero valore del progetto e non il solo valore dell'investimento e quindi ogni quota di debito associata al progetto è trattata come se venisse sostituita da un valore equivalente di azioni. Il rendimento di questo investimento ovviamente è pari al costo del capitale delle azioni K_e .

Questo costo dell'*equity* è percepito come un costo-opportunità in quanto le nuove azioni permettono nuovi investimenti in *asset* con lo stesso livello di rischio. In altre parole al tempo $(t-1)$ il livello di debito (D_{t-1}) è inteso come l'equivalente dell'investimento in azioni utilizzabili al costo annuale K_e . I flussi di cassa prodotti da questo investimento nell'anno successivo.

Il guadagno complessivo per gli azionisti all'anno t è dato dalla differenza tra il *cash flow* e la somma degli interessi e il rimborso del debito.

$$(1 + k_e)D_{t-1} - (1 - \theta)rD_{t-1} = (k_e - (1 - \theta)r)D_{t-1}$$

Quindi in questo nuovo metodo o *displaced equity method* i flussi di cassa degli azionisti nell'anno t sono:

$$F_t + (k_e - (1 + \theta)r)D_{t-1}$$

Questo flusso può essere interpretato come la somma dei FCF e il risparmio sul costo del capitale che scaturisce dall'aver usato il debito

$$(1 - \theta)rD_{t-1}$$

e allo stesso tempo avendo un costo del capitale pari a $K_e D_{t-1}$. In questo caso il valore attuale del progetto viene valutato:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{F_t + (k_e - (1 - \theta)r)D_{t-1}}{(1 + k_e)^t}$$

È possibile verificare che anche questi metodi conducono agli stessi risultati ottenuti con il *Net Present Value* classico, ma richiedono l'informazione aggiuntiva del livello di debito verso terzi associabili con il progetto e il relativo costo. Il vantaggio pratico di questo metodo consiste nel fatto che conoscendo il *free cash flow* dell'anno in corso e il livello del debito, non è necessario stimare i *free cash flow* degli anni a venire (per la durata del progetto).

Arditti-Levy method

In questo modello i flussi da attualizzare per il singolo anno sono rappresentati dal *free cash flow* più lo scudo fiscale o risparmio fiscale che si ha per singolo anno. Il tasso di interesse che deve essere utilizzato per l'attualizzazione deve essere coerente con questa impostazione e quindi un WACC dove il costo del debito deve essere considerato prima dell'applicazione dell'aliquota fiscale.

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{F_t + \theta_r D_{t-1}}{(1 + \omega + (1 - \omega)k_e)^t}$$

Questo metodo di misurazione viene detto BTWACC e si può osservare che i flussi di cassa ricevuti in un generico anno sono pari ai flussi ricevuti dagli azionisti e ai flussi ricevuti dai debitori esterni.

Cash flow degli azionisti:

$$F_t + D_t - (1 + (1 - \theta)r)D_{t-1}$$

Cash flow dei debitori:

$$(1 + r)D_{t-1} - D_t.$$

Metodo generale

Dei metodi sopra descritti la letteratura manageriale ne ha dato una versione generale: tutti i metodi prima elencati vengono considerati un caso particolare della formula sotto riportata (Feuillet-Midrier, 2002).

$$\sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1 + i)^t} = \sum_{t=0}^T \frac{F_t + (a - i)V_{t-1}}{(1 + a)^t}$$

Dove a è un tasso di sconto generico per qualsiasi flusso.

La formula sopra indicata riporta che tutti i flussi di cassa vanno attualizzati a un tasso differente dal generico tasso i : ciò implica un aggiustamento di tutti i FCF. Questo aggiustamento è sempre uguale alla differenza tra i due tassi di sconto dell'anno precedente. Tutti i metodi prima elencati sono dei casi particolari della formula sopra indicata a seconda del significato e valore che viene attribuito al tasso a .

Metodo IRR

La formula generale sopra riportata permette anche di verificare l'assoluta coerenza e corrispondenza tra l'uso del NPV con l'uso dell'IRR come criteri di valutazione di progetto di varia natura.

L'equazione sopra riportata può essere utilizzata non solo in fase iniziale, ma in qualsiasi istante successivo in quanto essa considera i soli flussi di capitali rimanenti piuttosto che il valore del progetto. In questa prospettiva al posto del costo del capitale si può utilizzare l'IRR del progetto.

Sia K_t il valore complessivo del capitale non ancora rimborsato alla fine dell'anno di valutazione t e sia IRR_{wacc} l'IRR ottenuto utilizzando il metodo del WACC. Allora, segue che:

$$K_0 = -F_0$$

$$K_T = 0$$

$$K_T = (1 + IRR_{wacc})K_{t-1} - F_t$$

Infatti, il capitale non ripagato del progetto corrisponde con il NPV del progetto quando questo è pari a zero.

L'equazione generale può essere riscritta nel seguente modo:

$$\sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1 + IRR_{WACC})^t} = \sum_{t=0}^T \frac{F_t + (a + IRR_{WACC})K_{t-1}}{(1 + a)^t} = 0$$

Per ogni anno esiste un valore del debito corrispondente pari a D_t tale che $D_t = \omega K_t$. In altre parole il rapporto di indebitamento relativo al progetto è pari a quello che si assume

$$\frac{D_t}{K_t}$$

essere uguale a ω ovvero il tasso di indebitamento dell'impresa. L'equazione di cui sopra diventa:

$$\sum_{t=0}^T \frac{F_t + \frac{a - IRR_{WACC}}{\omega} D_{t-1}}{(1 + a)^t} = 0$$

Fissando

$$a = \frac{IRR_{WACC} - \omega(1 - \theta)r}{1 - \omega}$$

l'equazione di cui sopra diventa:

$$\sum_{t=0}^T \frac{F_t + \left(\frac{IRR_{WACC} - \omega(1 - \theta)r}{1 - \omega} - (1 - \omega)r \right) D_{t-1}}{\left(1 + \frac{IRR_{WACC} - \omega(1 - \theta)r}{1 - \omega} \right)^t} = 0$$

da cui deriva che:

$$\frac{IRR_{WACC} - \omega(1 - \theta)r}{1 - \omega}$$

Altro non è che l'IRR ottenuto con il metodo dell'*equity* (o con il metodo dell'*equity* residuale). Se con IRR_e indichiamo il rendimento del progetto rispetto al capitale espresso in azioni, allora:

$$IRR_{WACC} = \omega(1 - \theta)r + (1 - \omega)IRR_e$$

Quindi l'IRR del progetto è la media ponderata tra il costo del debito e il rendimento dell'*equity*.

Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa può essere riscritto nel seguente modo:

$$i = \omega(1 - \theta)r + (1 - \omega)IRR_e$$

Considerando la necessità di esprimere un giudizio sulla convenienza o meno di un progetto, valgono le seguenti considerazioni:

- con il metodo WACC se IRR_{WACC} è maggiore di i allora il progetto viene considerato redditizio;
- con il metodo dell'*equity* residuale se IRR_{WACC} è maggiore di K_e se e solo se IRR_{WACC} è maggiore di i .

Quindi sia i metodi basati sul NPV che quelli basati sull'IRR portano alla stessa decisione.

Metodo APV

Tutti i modelli sopra riportati hanno ignorato il beneficio fiscale dal finanziare un progetto attraverso l'uso del debito. Ecco che sulla base di questa valutazione è stato introdotto la classe dei modelli detti *Adjusted Present Value* che coincide con il valore attualizzato dei flussi di cassa prodotti più il valore degli dedotti dalla base imponibile. In questo caso il valore attuale dei flussi di cassa è determinato attualizzando i flussi al tasso di costo del capitale di rischio di un'impresa *unlevered*, denominato K_{ue} : questo tasso corrisponde al costo dell'*equity* se tutti i progetti aziendali venissero finanziati con capitale proprio.

In caso contrario se esiste debito esso genera un beneficio che va ad incrementare il valore del progetto:

$$APV = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1 + k_{ue})^t} + \sum_{t=0}^T \frac{\theta r D_{t-1}}{(1 + r)^t}$$

Valutazione della performance finanziaria

Esistono anche una serie di modelli di valutazione d'impresa che si focalizzano, nella determinazione delle variabili finanziari, sul livello complessivo del debito e in particolare come i nuovi progetti possono contribuire al loro rimborso.

Come più volte ribadito il valore di un progetto è pari alla somma del valore attuale di tutti i flussi di cassa che verranno prodotti dal momento della valutazione sino alla chiusura del progetto stesso o orizzonte temporale di vita residua. Per ogni singolo anno il valore economico del progetto è rappresentato dall'incremento di valore dell'impresa ad opera del progetto stesso, in particolare se il progetto

è stato finanziato da un finanziamento incluso nel *debt ratio* di riferimento dell'impresa.

$$V_t = \sum_{s=t+1}^T \frac{F_s}{(1+i)^{s-t}}$$

$$V_t = (1+i)V_{t-1} - F_t$$

In particolare il NPV del progetto è uguale a $V_0 + F_0$

$$V_0 + F_0 = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1+i)^t}$$

Ma ai criteri di valutazione descritti è necessario aggiungere un'osservazione legata al fatto che gli azionisti hanno la necessità di avere a disposizione una valutazione finanziaria sulle decisioni di investimento in particolare su tutti gli investimenti strategici. Ciò che importa di un'impresa sono i suoi flussi di cassa e sono questi a dovere essere considerati. Difatti tutti i modelli sopra riportati sono tutti basati sui flussi di cassa, ma a ciò è necessario aggiungere qualche altra considerazione.

Le decisioni strategiche sono tutte quelle decisioni che attengono a progetti o eventi che sono in grado di creare valore all'interno dell'impresa. Questi investimenti sono i primi che dovrebbero essere valutati dalla prospettiva degli azionisti.

Negli ultimi decenni si sono moltiplicati i modelli di valutazione della *performance* non finanziaria proprio perché spesso il *management* non si è munito di corretti strumenti di valutazione finanziarie delle strategie. Criteri di valutazione dei risultati come il ROI, non forniscono nessuna indicazione sui risultati finanziari e sulle scelte di investimento, mentre metodi e strumenti di derivazione contabile sono stati causa di scelte assolutamente inappropriate che hanno determinato una non corretta percezione anche del successo di una scelta o di un progetto.

Scelte sbagliate indicano una distruzione di valore economico a seguito di informazioni scorrette: è quindi necessario un nuovo approccio che sia di collegamento tra la misurazione finanziaria e valutazione degli

investimenti al fine di fornire migliori strumenti di scelta e di ottimizzazione delle risorse aziendali, nonché dei risultati. Questi modelli devono sempre partire dalla valutazione dei *cash flow*, poiché essi sono rappresentativi del valore temporale della moneta che determina il valore intrinseco di una scelta aziendale.

È oramai prassi consolidata che i modelli di attualizzazione dei flussi di cassa vanno utilizzati sia per valutare i nuovi investimenti o quando si fanno valutazioni legati a un tempo futuro. I modelli di misurazione tradizionali di estrazione contabile non permettono di valutare i risultati dalla prospettiva corretta: la prospettiva degli investitori. Dal punto di vista degli investitori, la redditività e la creazione del valore in un'impresa sono funzioni: dei fondi inizialmente investiti in termini di *cash flow* operativi, dell'orizzonte di vita e dei costi del capitale.

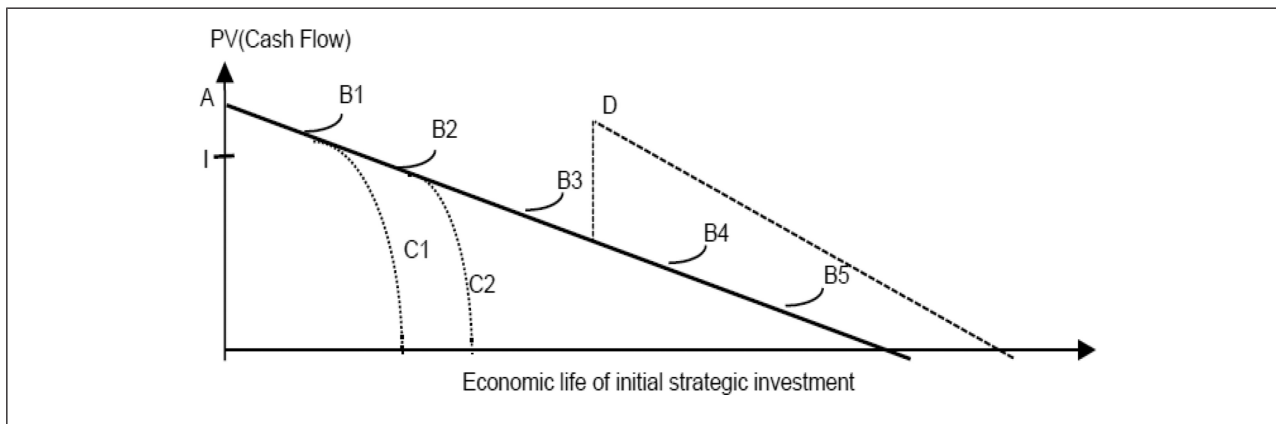
Gli azionisti hanno l'obiettivo di ottenere il massimo ritorno finanziario da tutte le decisioni strategiche del *management* in modo da comprendere correttamente l'impatto che la pianificazione strategica complessiva determina sui processi di controllo di un'impresa. La comprensione di questa visione integrata permette di avere la conoscenza dei cambiamenti che possono incorrere nel futuro in azienda. Si veda in merito la figura riportata in Tavola 1.

Un investimento iniziale genererà una serie di *cash flow* durante tutta la sua vita il cui valore iniziale è pari a A, mentre l'investimento iniziale è pari a I e in relazione ad A determina la redditività del progetto. Le linee da B_1 a B_5 indicano investimenti non strategici che vengono effettuati per difendere il valore strategico del progetto principale; per evitare che i flussi di cassa cadano verso C_1, C_5 .

In un modello di *Cash Flow Added* (CVA) questi investimenti non strategici sono trattati come costi che vengono sostenuti per supportare gli investimenti strategici. La linea D rappresenta un investimento strategico marginale o addizionale: il progetto D modifica il valore fondamentale dell'investimento iniziale per incrementarne il valore.

Di qui la necessità di utilizzare attenzione e risorse solo su ciò che può incrementare il valore dell'impresa senza sprecare risorse su progetti non strategici (seppur essi a volte sono di supporto ai primi).

Tavola 1 - Andamento economico degli investimenti iniziali



A questa tipologia appartiene il modello di seguito descritto CVA che parte dall'EBDIT (*earning before depreciation, interest and taxes*), dai flussi del *working capital* e dagli investimenti non strategici. La somma di questi tre elementi è detto *Operating Cash Flow* (OCF). Quest'ultimo è messo a confronto con il *cash flow* richiesto dagli azionisti come flussi finanziari per gli investimenti a valore aggiunto o *Operating Cash Flow Demand* (OCFD). Invece di misurare il costo-opportunità del capitale degli azionisti-investitori in termini di percentuale del CVA, questo modello usa il valore assoluto dei flussi di cassa.

La differenza tra *Operating Cash Flow* e *Operating Cash Flow Demand* è per appunto il *Cash Value Added* (in quanto la differenza è rappresentata dalla parte dei *cash flow* che remunerano il capitale di rischio).

Infatti il CVA, per un certo orizzonte temporale, è considerare un buon estimatore del rendimento richiesto dagli investitori. Si nota che il CVA può essere utilizzato come misura della *performance* attesa su livelli scalabili: ovvero il CVA dell'intera azienda è somma dei CVA dei singoli progetti o divisioni come aggregazioni di più investimenti strategici.

$$NPV(Inv) = PV(OCF_n) - Inv = PV(OCF_n) - PV(OCFD_n) =$$

$$= \frac{OCF_1 - OCFD_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCF_n - OCFD_n}{(1+r)^n} =$$

$$= \frac{CVA_1}{(1+r)} + \dots + \frac{CVA_n}{(1+r)^n} = PV(CVA_n)$$

I valori degli OCFD sono così calcolati:

- identificare i flussi di ogni investimento iniziale;
- identificare la vita economica utile di ogni progetto;
- identificare i singoli flussi, che per ipotesi semplificativa (vengono considerati al valore nominale al netto dell'inflazione):

$$Investment\ Amount = \frac{OCFD_{year1}}{r - inflation} - \frac{OCFD_{year1}(1 + inflation)^n}{r - inflation} \frac{1}{(1+r)^n}$$

Se il valore complessivo OCFD di un'impresa deve essere uguale alla somma di tutti investimenti per ogni periodo, l'obiettivo è quello di creare valore per gli azionisti il NPV del CVA deve essere maggiore di zero.

L'indice sul CVA

Un altro criterio di misura derivato dal modello del *Cash Value Added* è l'indice CVA che è calcolato come rapporto tra l'OCF e il OCFD configurandosi come indice di profittabilità:

$$CVA\ Index = \frac{PV(OCF_n)}{-Investment} = \frac{PV(OCF_n)}{PV(OCFD_n)}$$

La costruzione di questo indice permette di effettuare confronti tra imprese diverse sulla base delle implicazioni previste dalla teoria economica. Se l'indice è maggiore di 1 allora l'investimento produce sufficienti flussi di cassa operativi. L'indice può essere suddiviso sulla base dei driver che lo compongono:

- margine operativo;
- il margine sul *working capital*;
- i margini degli investimenti non strategici;
- il margine su OCFD.

Dunque:

$$CVA\ Index = \frac{Marg.\ op. + WC\ Marg. + marg.\ su\ inv.\ non\ strategici}{margine\ OCFD}$$

Generalmente nelle imprese la redditività aziendale viene misurata attraverso l'uso del ROI che spesso mostra come molti progetti risultano non redditizi all'inizio della loro vita per poi diventare redditivi nell'ultima parte della loro vita. Se l'investimento strategico produce molti flussi di cassa, il ROI tenderà ad aumentare nel tempo; al contrario l'indice costruito sul modello del CVA mostra che i progetti che sono redditizi sin dall'inizio, potrebbero diventare antieconomici nel tempo per effetto dei costi di mantenimento: un indice di tipo CVA è un *benchmark* fisso e non mobile come nel caso dei ROI.

Se un progetto produce una successione costante di flussi di cassa in termini reali durante tutta la sua vita economica, il ROI, quale indicatore contabile, tenderà a crescere costantemente per tutta la durata dell'investimento strategico. In questa prospettiva il ROI è un riferimento variabile che è di difficile confronto nello spazio e nel tempo e non può essere utilizzato come strumento di

misurazione della *performance* in assoluto. Al contrario l'uso del *CVA-Method* rende i dirigenti responsabili in prima persona del risultato espresso dalle informazioni contenute nell'indice. L'indice in oggetto può essere confrontato tra imprese differenti, nonché essere oggetto di valutazione nel tempo all'interno della stessa azienda in quanto può essere interpretato come un parametro di riferimento fisso.

Un indice siffatto permette di accumulare nel tempo sufficienti conoscenze in merito ai processi reali di generazione dei flussi degli investimenti strategici e può essere usato per confrontare l'indice con il ciclo di vita di una tecnologia o di un prodotto. Alcuni investimenti potrebbero essere redditizi quando l'azienda mantiene un discreto vantaggio competitivo sul mercato nella prima parte della loro vita economica; ma con il passare del tempo, l'indice potrebbe mostrare un declino per effetto della mutata capacità di generare flussi per effetto della perdita di competitività.

In ultima analisi il *CVA-Index* può essere usato come misura della *performance* in quanto permette di capire i collegamenti che esistono tra risultati finanziari e modelli di *business* sottostanti.

Nella figura riportata in Tavola 2 si riporta un esempio numerico con scomposizione del risultato dell'indice sui driver più importanti.

Tavola 2 - Esempio scomposizione driver dell'indice CVA

M\$	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Sales		160	170	250	185	200	215	200				
Costs		-150	-155	-220	-160	-170	-180	-155				
Operating Surplus		10	15	30	25	30	35	45				
Working Capital Movement		0	-1	-6	5	-1	-1	1				
Non-strategic Investments		-1	-3	-1	-3	-12	-4	-3				
Operating Cash Flow		9	11	23	27	17	30	43				
Operating Cash Flow Demand		17	18	18	19	19	20	20	21	22	22	23
Cash Value Added		-8	-7	5	8	-2	10	23				
CVA Index		0.53	0.64	1.29	1.42	0.88	1.51	2.11				
Average discounted CVA Index		1.10										
Strategic Investments		-100										
Cash Flow		-100	9	11	23	27	17	30	43			
Created Value (up until 1995):	225											
Demanded Value (up until 1995):	204											
Cash Value Added (up to 1995):	21											
Remaining Value if												
future CVA Index = 0.90	56											
future CVA Index = 1.00	69											
future CVA Index = 1.10	81											

Value Drivers	
Operating surplus	0.13
Working Capital Movement	0.00
Non-strategic investments	-0.02
Operating Cash Flow Demand	0.10
CVA Index	1.10

Bibliografia

R.A. Brealey - S.C. Myers, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, 2015.

E. Ottosson - F. Weissenrieder, *CVA Cash Value Added a new method for measuring financial performance*, 1996.

A. Pierru - D. Babusiaux, *Capital Budgeting and cost of Capital: A unique formulation of the main investment decisions methods*, 2008.

N. Stoughton - J. Zechner, *Optimal Capital Allocation Using RAROC and EVA*, 2006.

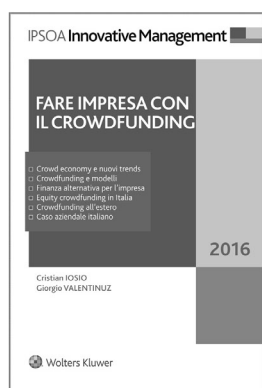
LIBRI

FARE IMPRESA CON IL CROWDFUNDING

Crowd economy e nuovi trends - Crowdfunding e modelli - Finanza alternativa per l'impresa - Equity crowdfunding in Italia - Crowdfunding all'estero - Caso aziendale italiano

Cristian Iosio e Giorgio Valentinuz

Wolters Kluwer, 2016, pagg. 250, € 32,00



Il *crowdfunding* è oggi una delle soluzioni di **finanza alternativa** più innovative sul mercato.

Il fenomeno è così rilevante che anche le **multinazionali** utilizzano questo strumento per **sondare il mercato** e capire le reazioni dei possibili **clienti**.

Il libro, frutto dell'esperienza degli autori nell'**equity market** e nel sostegno alle imprese innovative, conduce il lettore in un viaggio che partendo dalla **crowd economy** arriva ad esaminare il *crowdfunding*, con un focus particolare sul **modello equity**.

Nel testo sono presenti un'analisi della normativa nazionale, una panoramica sul *crowdfunding* nell'area **Asia PaC** (Cina, Corea, Giappone e Australia) e un approfondimento sui temi legati alla **patrimonializzazione** e al **finanziamento** per la crescita delle **PMI**.

Di particolare interesse l'analisi di un **caso aziendale tutto italiano** dedicato ad una realtà innovativa che ha deciso di ricorrere a questa metodologia: in esso gli autori descrivono la preparazione alla campagna, le sfide, i dubbi e il percorso formativo del *management*.

Sono molto preziose le **testimonianze** e le **opinioni** di esperti appartenenti al mondo accademico, consulenziale e imprenditoriale.

Per ulteriori informazioni o per l'acquisto:

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.shopwki.it**