

Prof. Antonio Renzi

Economia e gestione delle imprese

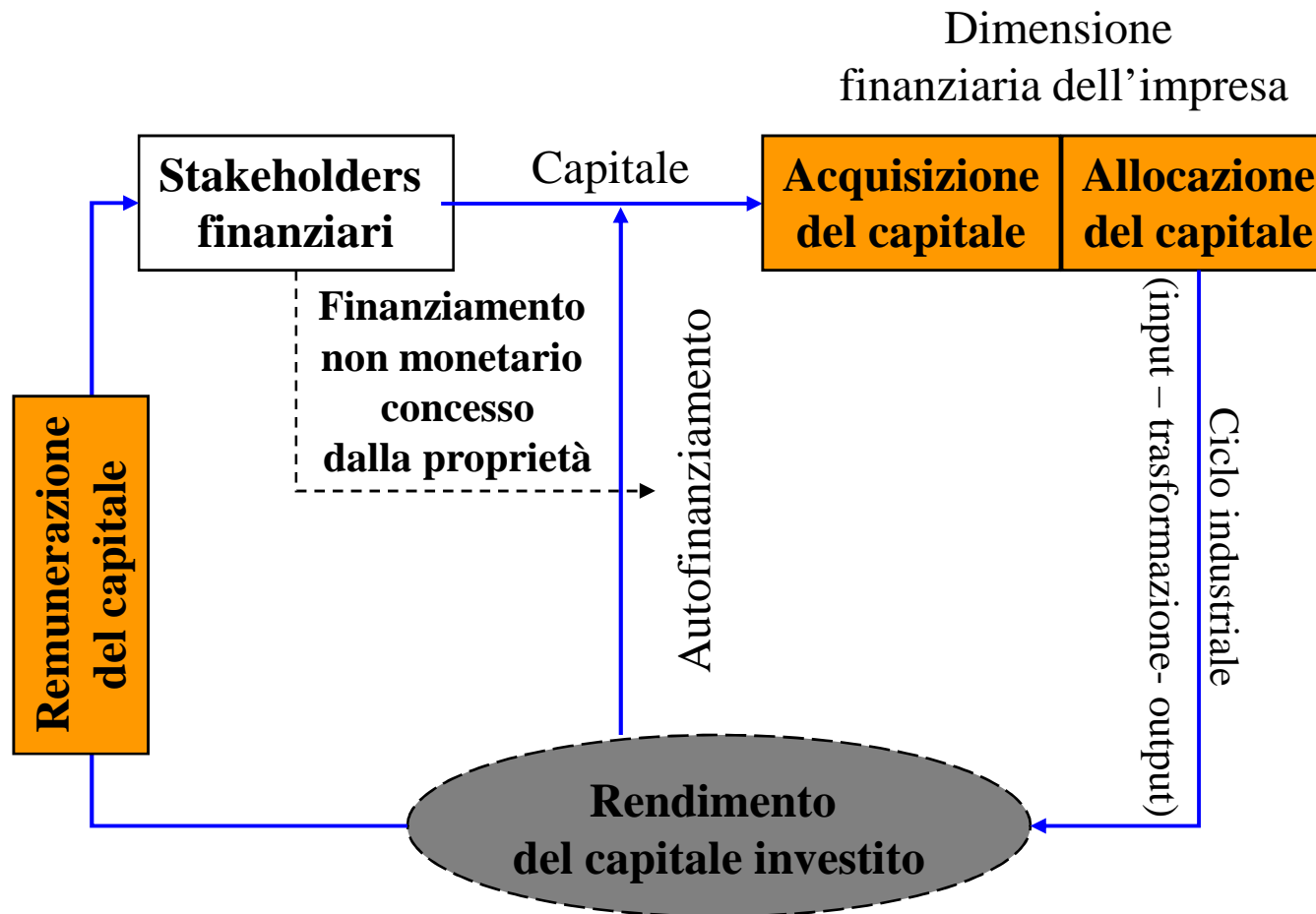
Parte diciottesima
L'equilibrio finanziario

Argomenti

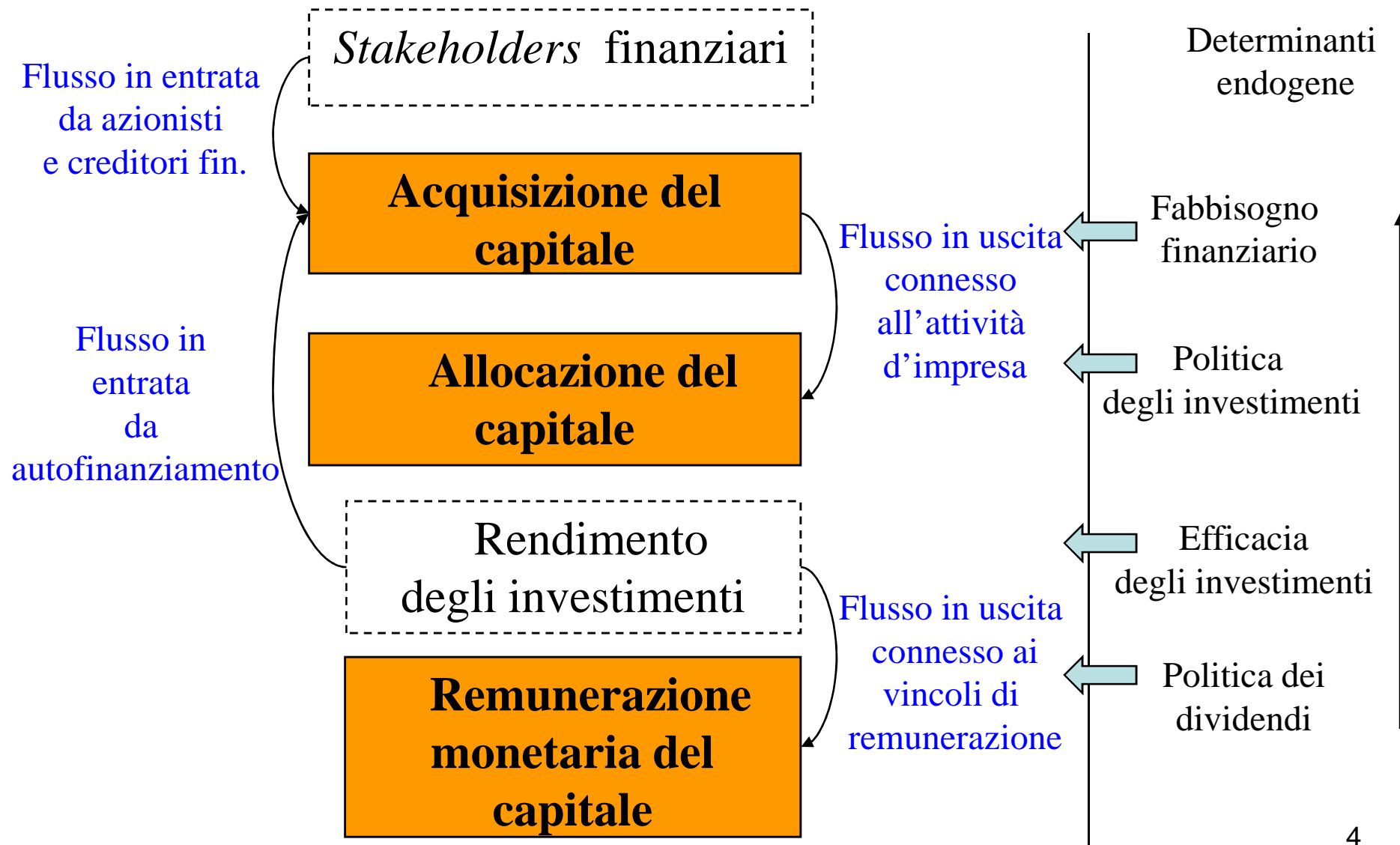
- 1. Le tre fasi del governo finanziario dell'impresa**
- 2. Le aree e la dinamica del fabbisogno finanziario**
- 3. L'equilibrio finanziario statico**
- 4. L'equilibrio finanziario dinamico**
- 5. Il free cash flow (cenni)**

1.

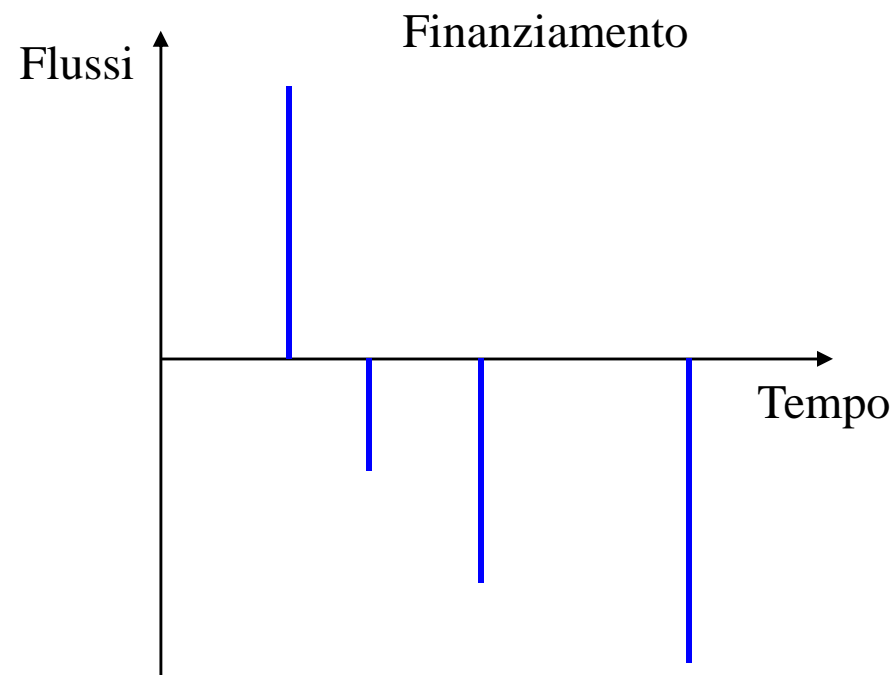
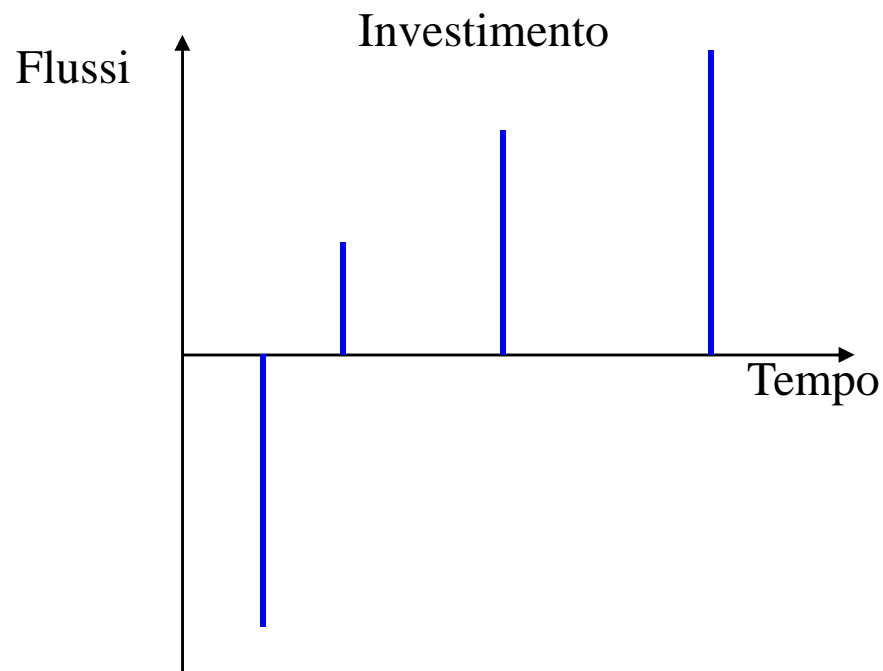
Le tre fasi del governo del capitale: acquisizione, allocazione e remunerazione del capitale



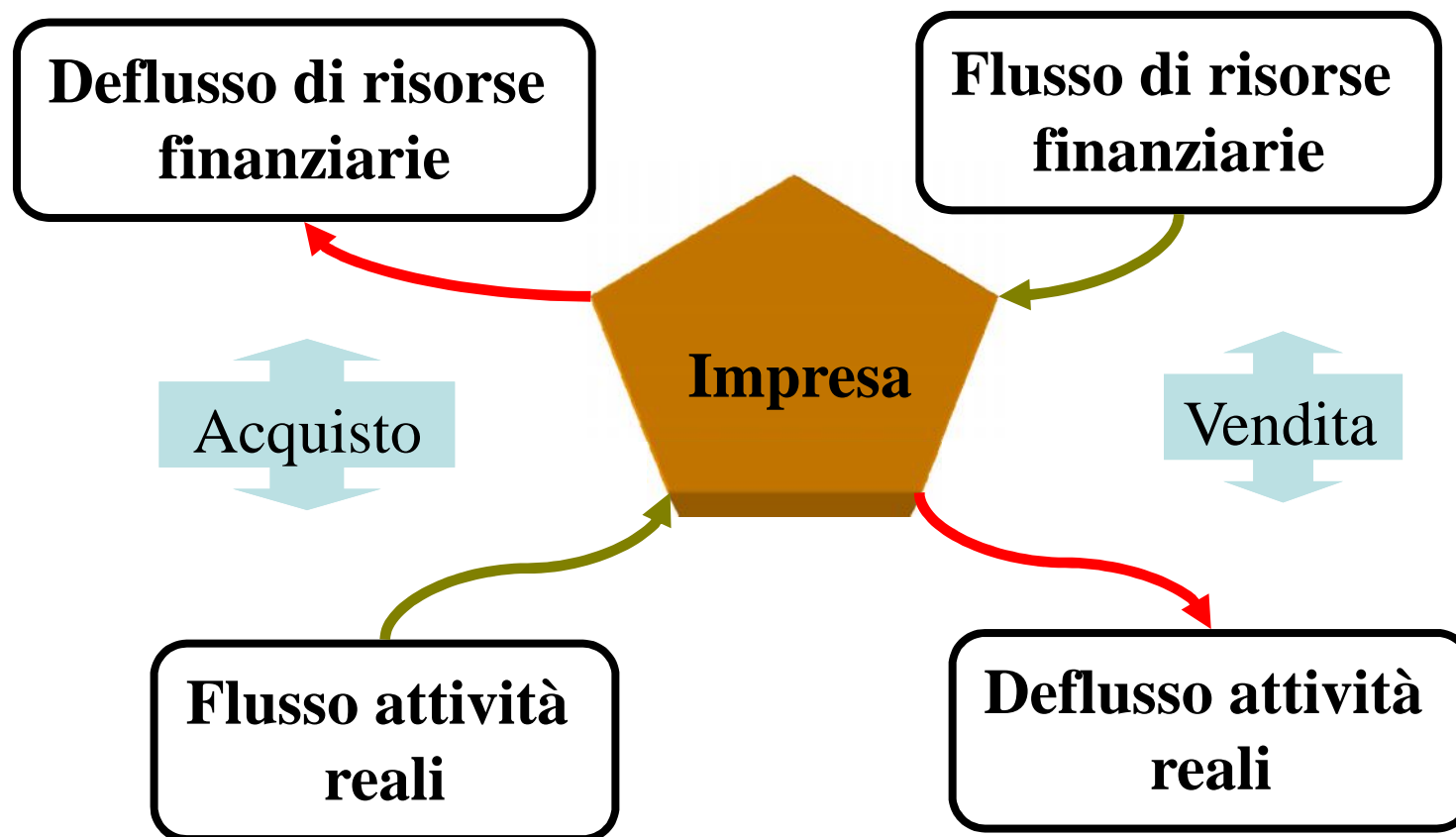
1.1. L'impresa come sistema integrato di flussi finanziari



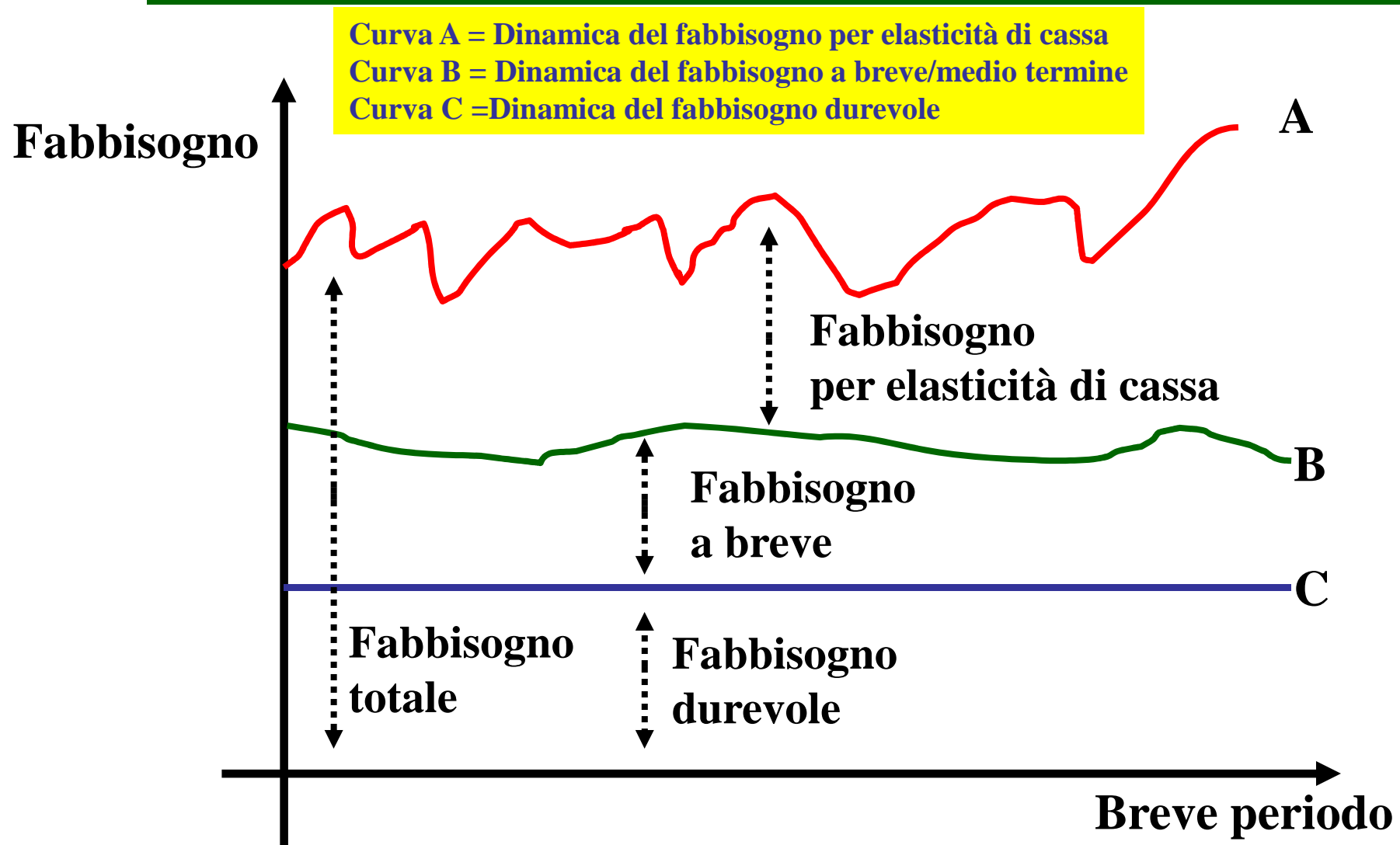
1.3. I flussi integrati di investimento e di finanziamento



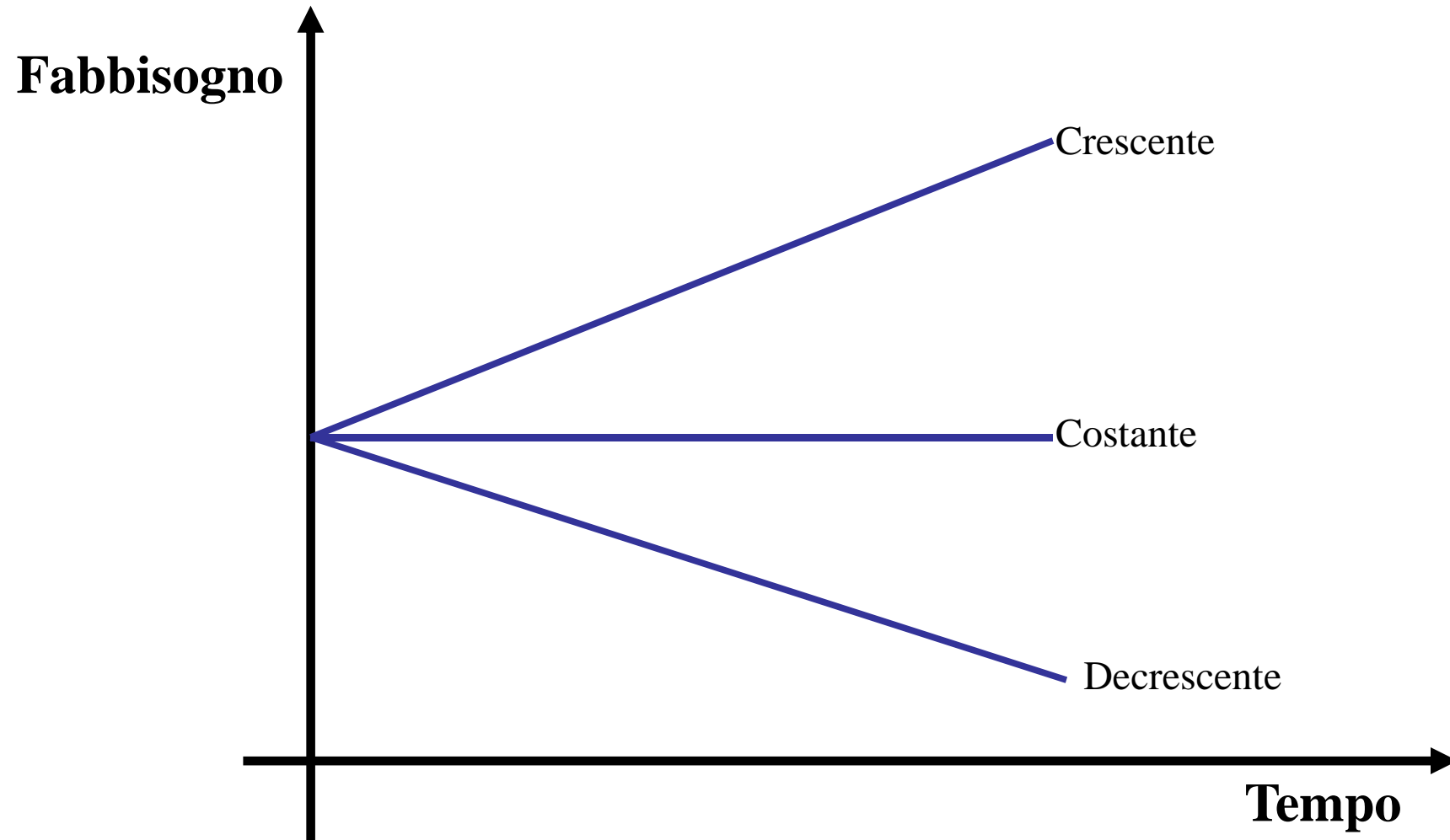
1.3. Flussi finanziari speculari ai flussi reali



2. Le aree e la dinamica del fabbisogno finanziario



...



2.1. Il fabbisogno finanziario esterno

$$FF_0 = f(R_1)$$

$$FF_0 = FFE_0 + AF_0$$

FF_0 = fabbisogno finanziario al tempo 0

R_1 = Ricavi attesi al tempo 1

FFE_0 = fabbisogno finanziario esterno al tempo 0

AF_0 = autofinanziamento al tempo 0

...

In generale, l'obiettivo di sviluppare il fatturato è perseguibile quando:

- **la funzione $FF_0=f(R1)$ trova copertura finanziaria;**
- **il costo connesso al FFE_0 è compatibile con l'obiettivo economico minimo prefissato**

3. L'equilibrio finanziario statico

**L'equilibrio finanziario statico (o equilibrio patrimoniale)
attiene alla coerenza temporale
e funzionale tra le fonti e gli impieghi**

...

Carenza di liquidità:

Scadenza media degli impieghi > Scadenza media della fonti

Equilibrio statico:

Scadenza media degli impieghi = Scadenza media della fonti

Eccesso di liquidità:

Scadenza media degli impieghi < Scadenza media della fonti

3.1. Classificazione finanziaria degli impieghi

Impieghi durevoli
(immobilizzazioni nette o capitale fisso)

Attività correnti
(capitale circolante)

...

**Le immobilizzazioni nette si caratterizzano
da un punto di vista temporale
per essere investimenti a fecondità ripetuta.**

Le immobilizzazioni si articolano in:
immobilizzazioni immateriali;
immobilizzazioni materiali;
immobilizzazioni finanziarie.

...

Attivo corrente

=

**Uscite anticipate = Scorte non utilizzate
+ anticipazioni a fornitori + servizi prepagati...**

+

**Liquidità differita = Crediti commerciali a breve
+ Titoli a breve...**

+

Liquidità immediata = contanti + c/c attivo

3.2. Classificazione finanziaria degli fonti

- **Mezzi consolidati (mezzi propri + debiti a lungo termine + fondi a lungo termine)**
- **Passività correnti (esigibilità immediata + esigibilità differita)**

...

$$\begin{aligned} & \text{Passivo corrente} \\ & = \\ & \text{Debiti commerciali scaduti} \\ & + \\ & \text{Debiti finanziari scaduti} \\ & + \\ & \text{Debiti commerciali che scadranno nel corso dell'esercizio} \\ & + \\ & \text{Debiti finanziari che scadranno nel corso dell'esercizio} \\ & + \\ & \text{Debiti in conto corrente} \end{aligned}$$

3.3. Riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale

Impieghi

Attivo corrente:

- **Disponibilità liquide**
- **Crediti e titoli a breve**
- **Scorte**

Immobilizzazioni nette:

- **Immobilizzazioni immateriali**
- **Immobilizzazioni materiali**
- **Immobilizzazioni finanziarie**

Fonti

Passivo corrente:

- **Debiti in c/c**
- **Debiti a breve**
- **Fondi a breve**

Mezzi consolidati:

- **Debiti durevoli**
- **Fondi durevoli**
- **Mezzi Propri**

3.4. Riclassificazione funzionale dello stato patrimoniale

Impieghi	Fonti
Attività correnti tipiche Attività correnti atipiche	Passività correnti tipiche Passività correnti atipiche
Immobilizzazioni nette strumentali Immobilizzazioni nette non strumentali	Mezzi consolidati alimentati dalla funzione economica Mezzi consolidati strutturali

3.5. L'attivo corrente netto (ACN)

$$\text{ACN} = \text{AC} - \text{PC}$$

$$\text{ACN} = (\text{S} + \text{Cb} + \text{Tb} + \text{Dl}) - (\text{Db} + \text{D}_{c/c})$$

AC = attività correnti;

PC = passività correnti

S = scorte;

Cb = crediti a breve;

Tb = titoli a breve;

Dl = disponibilità liquide;

Db = debiti a breve;

D_{c/c} = debiti in c/c.

...

AC	PC
IN	MCO

$$AC + IN = PC + MCO$$

$$ACN = MCO - IN = MP + DL + FL - IN$$

MCO = mezzi consolidati

MP = mezzi propri;

DL = debiti a lungo termine;

FL = fondi durevoli;

IN = Immobilizzazioni nette.

...

Posizione finanziaria
positiva $ACN > 0$

Il rimborso delle PC trova piena
copertura nel realizzo delle AC

Nessuna PC è stata
utilizzata per finanziare le IN

Si determinano eccedenze di liquidità

...

IN 100	MCO 300
Eccedenza di liquidità 200	
AC 400	PC 200

ACN = 200 {

...

L'ipotesi di sovradimensionamento dell'ACN può derivare principalmente da:

- crisi industriali che inducono l'impresa a smobilizzare quote dell'attivo immobilizzato. Tale ipotesi si manifesta, generalmente, in archi temporali brevi, in ragione del fatto che la perdita di redditività connessa ad una crisi industriale produce nel tempo assorbimento di ACN;**
- scarse opportunità di allocare le eccedenze di liquidità a favore di nuovi investimenti. Condizione questa che riguarda, soprattutto, imprese operanti in settori maturi;**
- sovrastima della domanda attesa con conseguenti errori nella pianificazione finanziaria che hanno spinto l'impresa a raccogliere capitale durevole in misura eccedente rispetto al reale fabbisogno di capitali dovuto all'attivo immobilizzato.**

...

Posizione finanziaria
negativa $ACN < 0$

Il rimborso delle PC non trova piena
copertura nel realizzo delle AC

Una parte delle PC è stata
utilizzata per finanziare le IN

Potenziale crisi di liquidità

...

IN 400	MCO 200
AC 100	PC 300

ACN = -200

Potenziale crisi di liquidità **200**

...

Le cause di $ACN < 0$:

- perdite operative d'esercizio;
- perdite d'esercizio provocate da oneri finanziari eccessivi;
- difficoltà ad incassare i crediti;
- eccedenze di magazzino dovute ad errori nella determinazione della domanda attesa;
- crescita eccessiva degli investimenti immobilizzati;
- difficoltà ad ottenere finanziamenti a lungo termine;
- svalutazione economica (minusvalenze) delle attività correnti.

...

Le possibili ristrutturazioni finanziarie nel caso di un $ACN < 0$ non dovuto a crisi economica:

- **dismissioni delle attività immobilizzate che non si riflettono sulla funzione di produzione;**
- **allungamento delle scadenze del passivo (rinegoziazione dei debiti a breve);**
- **ricapitalizzazione dell'impresa (aumenti di capitale e/o aumento dell'autofinanziamento);**
- **operazioni di finanza strutturata (securitisation)**

...

Posizione finanziaria
in equilibrio $ACN = 0$

Il rimborso delle PC trova piena
copertura nel realizzo delle AC

Nessuna PC è stata
utilizzata per finanziare le IN

Non si determinano eccedenze di liquidità

...

ACN = 0	IN 400	MCO 400
	AC 100	PC 100

3.6. Il margine di sicurezza

Spreco di risorse

$$0 < \text{ACN} > \sim$$

Equilibrio prudentiale

$$0 < \text{ACN} = \sim$$

Equilibrio non prudentiale

$$0 = \text{ACN} < \sim$$

**mindica il margine di sicurezza rispetto
alla volatilità delle attività correnti
e delle passività correnti**

3.7. Margine di tesoreria (MT) e margine di struttura

$$MT = ACN - S = (AC - S) - PC = (MCO - S) - IN$$

$$MS = MP - IN = ACN - (DL + FL)$$

4. L'equilibrio finanziario dinamico

**L'equilibrio finanziario dinamico
dipende dalla capacità
dell'impresa di generare
flussi finanziari sufficienti
alla copertura dei deflussi finanziari**

4.1.

I diversi livelli di analisi dell'equilibrio finanziario dinamico

Flussi di ACN

(flussi finanziari monetari e non monetari)

→ **flusso di ACN autogenerato;**

→ **flusso di ACN strutturale.**

Cash flow

(flussi finanziari monetari)

→ **cash flow autogenerato;**

→ **cash flow strutturale;**

→ **cash flow operativo;**

→ **cash flow extragestione;**

→ **free cash flow.**

4.2. I flussi di ACN

$$\mathbf{ACN = AC - PC = MP + DL + FL - IN}$$

$$\mathbf{DACN = DAC - DPC = DMP + DDL + DFL - DIN}$$

Analisi endogena Analisi esogena

...

Flusso autogenerato di ACN (metodo diretto)

$$\text{DACN}_{\text{Aut.}} = \text{R}^* - \text{C}^* = \text{UF}$$

R* = ricavi aventi rilevanza finanziaria

C* = costi aventi rilevanza finanziaria

UF = utile avente rilevanza finanziaria

...

Ricavi aventi rilevanza finanziaria (R^*)



...

Costi aventi rilevanza finanziaria (C*)



...

Flusso autogenerato di ACN (metodo indiretto)

$$\text{DACN}_{\text{Aut.}} = \text{UN} + \underbrace{\text{Amm} + \text{DFL}}_{\substack{\text{Costi} \\ \text{finanziariamente} \\ \text{irrilevanti}}} - \underbrace{\text{RIV}_I}_{\substack{\text{Ricavi} \\ \text{finanziariamente} \\ \text{irrilevanti}}} = \text{UF}$$

UN = utile netto;

Amm = ammortamenti;

DFL = variazione dei fondi durevoli;

RIV_I = rivalutazione delle immobilizzazioni.

...

$$R^* = R - RIV_I$$

$$C^* = C - Amm - DFL$$

R = ricavi totali;

C = costi totali.

$$DACN_{Aut.} = UF = \underbrace{R^* - C^*}_{\text{Metodo diretto}} = \underbrace{(R - C) - (RIV_I - Amm - DFL)}_{\text{Metodo indiretto}}$$

...

Flusso autogenerati di ACN operativo (metodo indiretto)

$$\text{DACN}_{\text{Aut.(op)}} = \text{MOL}$$

MOL = margine operativo lordo (reddito operativo al lordo degli ammortamenti)

...

Flusso Economico	Flusso Patrimoniale	
+ Ricavi vendite incassati + Ricavi vendite non incassati	+ Liquidità immediata + Crediti di funzionamento	+ AC → + ACN + AC → + ACN
+ Ricavi accessori incassati + Ricavi accessori non incassati	+ Liquidità immediata + Crediti di funzionamento	+ AC → + ACN + AC → + ACN
+/- Variazione delle rimanenze	+/- Magazzino	+/- AC → +/- ACN
- Costi di acquisto pagati - Costi di acquisto non pagati	- Liquidità immediata + Debiti di funzionamento	- AC → - ACN + PC → - ACN
- Canoni pagati - Costi non pagati	- Liquidità immediata + Debiti di funzionamento	- AC → - ACN + PC → - ACN
- Costo del lavoro pagato - Costo del lavoro non pagato	- Liquidità immediata + Debiti di funzionamento	- AC → - ACN + PC → - ACN
Margine operativo lordo (MOL)		Flusso autogenerato ed operativo di ACN = MOL

...

Flusso strutturale di ACN (metodo diretto)

DACN_S

$$\begin{aligned} & \text{Aumenti di capitale incassati} \ddot{E} \text{ (+ Liquidità effettiva)} \\ & \quad - \\ & \text{Rimborsi di capitale} \ddot{E} \text{ (- Liquidità effettiva)} \\ & \quad + \\ & \text{Aumento dei debiti finanziari durevoli} \ddot{E} \text{ (+ Liquidità effettiva)} \\ & \quad - \\ & \text{Rimborso dei debiti finanziari durevoli} \ddot{E} \text{ (- Liquidità effettiva)} \\ & \quad + \\ & \text{Aumenti di capitale non incassati} \ddot{E} \text{ (+ Liquidità differita)} \\ & \quad - \\ & \text{Nuovi investimenti in immobilizzazioni} \ddot{E} \text{ (- Liquidità effettiva o} \\ & \quad \text{differita)} \\ & \quad + \\ & \text{Disinvestimenti di immobilizzazioni} \ddot{E} \text{ (+ Liquidità effettiva o} \\ & \quad \text{differita)} \end{aligned}$$

...

Flusso strutturale di ACN (metodo indiretto)

$$\text{DACN}_S = \underbrace{(\text{DMP} - \text{UN})}_{\substack{\text{Variazione finanziaria} \\ \text{dei mezzi propri} \\ = \\ \text{aumenti di capitale} \\ - \\ \text{rimborsi di capitale}}} + \text{DDL} - \underbrace{(\text{DIN} + \text{Amm} - \text{RIV}_I)}_{\substack{\text{Variazione finanziaria delle} \\ \text{immobilizzazioni} \\ = \\ \text{nuovi investimenti} \\ - \\ \text{disinvestimenti}}}$$

...

	t_0	t_1	D
Immobilizzazioni nette	100	120	20 Variazione grezza
Ammortamenti		20	
Rivalutazioni		40	

$$\text{DIN} + \text{Amm} - \text{RIV}_I = 20 + 20 - 40 = 0 \quad \text{Variazione finanziaria delle immobilizzazioni}$$

Supposti disinvestimenti nulli, l'impresa non ha realizzato nuovi investimenti in immobilizzazioni, a fronte di una variazione grezza delle IN pari a 20

...

	t_0	t_1	D
Immobilizzazioni nette	100	150	50 Variazione grezza
Ammortamenti		20	
Rivalutazioni		10	

$$\text{DIN} + \text{Amm} - \text{RIV}_I = 50 + 20 - 10 = 60 \quad \text{Variazione finanziaria delle immobilizzazioni}$$

Supposti disinvestimenti nulli, l'impresa ha realizzato nuovi investimenti in immobilizzazioni per 60, a fronte di una variazione grezza delle IN pari a 50

...

Flusso totale di ACN (metodo indiretto)

$$DACN = DACN_{Aut.} + DACN_S$$

$$\begin{aligned}
 & \cancel{UN} + \cancel{Amm} + DFL - \cancel{RIV_I} \\
 & + \\
 & (DMP - \cancel{UN}) + DDL - (DIN + \cancel{Amm} - \cancel{RIV_I}) \\
 & = \\
 & DMP + DDL + DFL - DIN = DAC - DPC \\
 & = \\
 & DACN
 \end{aligned}$$

...

Prospetto dinamico fonti-impieghi (metodo diretto)

Impieghi	Fonti
Nuovi investimenti in immob.	Ricavi finanziariamente rilevanti - Costi finanziariamente rilevanti + Aumenti di capitale - Riduzioni di capitale + Accensione di debiti fin. durevoli - Rimborso dei debiti fin. durevoli + Smobilizzo di investimenti durevoli
DAC	DPC
DACN	

...

Prospetto dinamico fonti-impieghi (metodo indiretto)

Impieghi	Fonti
$DIN + Amm - Riv$	$Un + Amm - Riv + DFL$
DAC	$DMP - UN$
	DDL
	DPC

...

Il tipico obiettivo finanziario in termini di flussi di ACN:

- **massimizzazione del flusso
autogenerato di ACN;**
- **contestuale azzeramento (a parità di autofinanziamento)
del flusso strutturale di ACN mediante
compensazioni tra flussi strutturali in entrata e in uscita.**

...

$$\text{DACN}_s > 0$$

É

**Eccedenza di circolante dovuta a
sovrastima del fabbisogno fin. durevole**

$$\text{DACN}_s > 0$$

É

Dismissione di IN dovuta a crisi economica

$$\text{DACN}_s < 0$$

É

**Assorbimento di $\text{DACN}_{\text{Aut.}}$ dovuto a
sottostima del fabbisogno fin. durevole**

...

$$\text{DACN}_S < 0$$

È

**Assorbimento di $\text{DACN}_{\text{Aut.}}$ dovuto alla
decisione di far leva sull'autofinanziamento**

$$\text{DACN}_S = 0$$

È

**Perfetta compensazione tra flussi
strutturali in entrata e in uscita**

...

Anno	0	1	D
Disponibilità liquide	20	10	-10
Crediti commerciali a breve	150	160	10
Scorte	100	130	30
Totale attivo corrente	270	300	30
Immobilizzazioni nette	340	400	60
Totale Impieghi	610	700	90
Debiti commerciali a breve	80	90	10
Debiti finanziari a breve	180	190	10
Totale passivo corrente	260	280	20
Debiti di finanziari a lungo termine	80	100	20
TFR	70	80	10
Mezzi propri	200	240	40
Totale mezzi consolidati	350	420	70
Totale Fonti	610	700	90

...

Anno	0	1	D
Totale attivo corrente	270	300	30
Totale passivo corrente	260	280	20
		DACN	10

...

Ricavi non incassati = Var. dei crediti commerciali	10
Ricavi incassati	118
Variazione delle rimanenze	30
Totale flussi aut. lordi	158
Costi non pagati = Var. dei debiti commerciali	10
Costi pagati	50
Totale deflussi aut.	60
UF (DCCN_{Aut.})	98

Emissione nuove azioni	120
Accensione mutuo	20
Totale flussi strutturali	140
Rimborso azioni	110
Nuovi investimenti in immob.	118
Totale deflussi strutturali	228
DACN_S	-88

$$UF + DACN_S = 10$$

...

Risultato d'esercizio	30
Ammortamenti	68
Rivalutazioni	10
Variazione del TFR	10
UF	98
Var. dei mezzi propri - risultato d'es.	10
Var. dei debiti finanziari a lungo	20
Var. delle imm. N. + Amm - Riv	118
DACN_s	-88

UF	98
DACN_s	-88
DACN	10

...

$$\begin{aligned}\text{DIN} &= 60 \\ + \text{Amm} &= 68 \\ - \text{Riv} &= 10\end{aligned}$$

B) deflusso esogeno = 118

$$\text{DCCN}_S = a_2 + a_3 - B = -88$$

$$c_1) \text{DS} = 30$$

$$c_2) \text{DCb} = 10$$

$$c_3) \text{DDI} = -10$$

C) flusso endogeno = 30

DACN

$$\text{Un} = 30$$

$$+ \text{Amm} = 68$$

$$- \text{Riv} = 10$$

$$+ \text{DFL} = 10$$

$$a_1) \text{DCCN}_{\text{Aut.}} = 98$$

$$\text{DMP} = 40$$

$$- \text{UN} = 30$$

$$a_2) \text{Variazione fin. MP} = 10$$

$$a_3) \text{DDL} = 20$$

A) flusso esogeno = $a_1 + a_2 + a_3 = 128$

$$d_1) \text{DDb} = 20$$

D) deflusso endogeno = 20

$$\text{DACN} = A - B = 10 = C - D = \text{DACN}_{\text{AUT}} + \text{DACN}_S$$

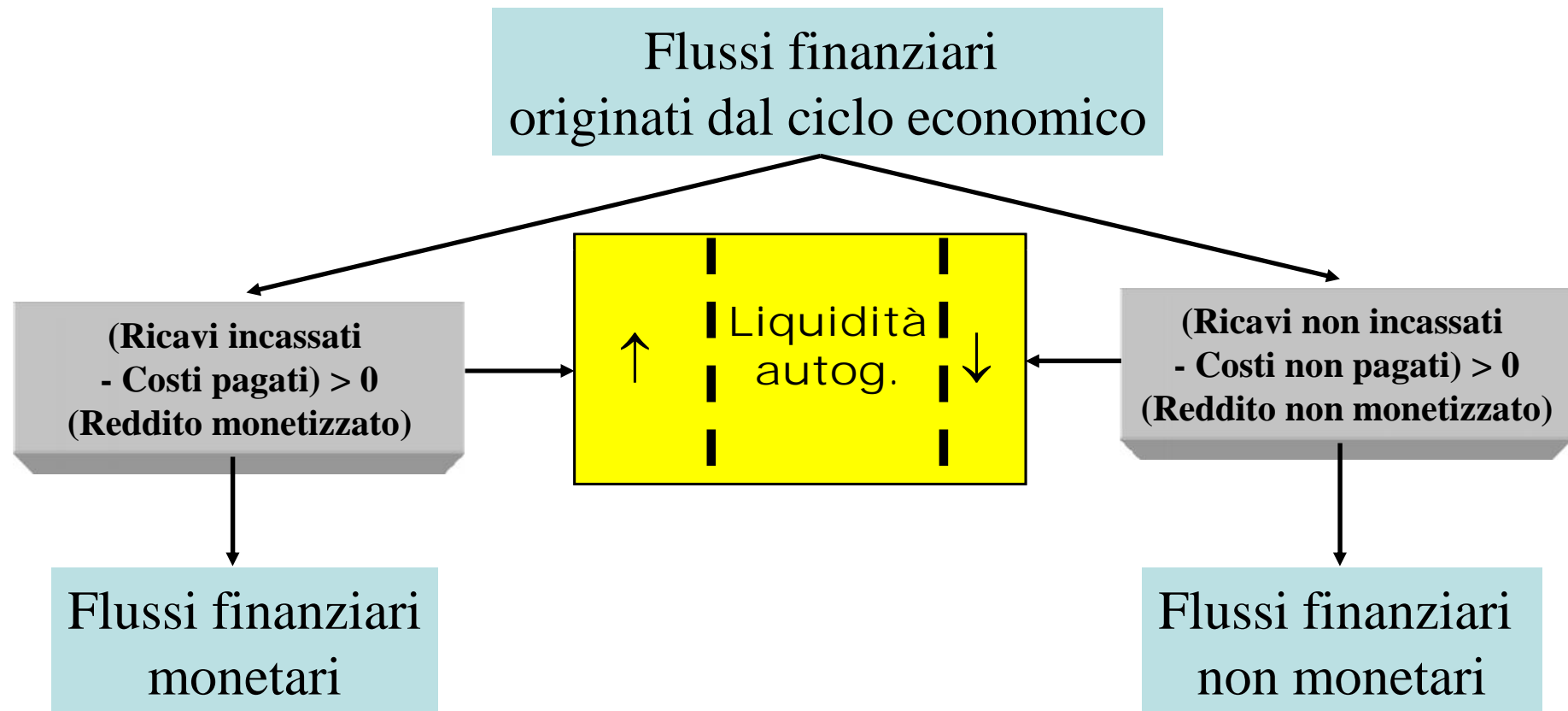
4.3. Il cash flow

$$\text{Cash flow} = \text{Incassi} - \text{Pagamenti} = \text{DLiquidità}$$

**Il cash flow indica il flusso
di capitale liquido immediatamente spendibile all'interno
dell'impresa o
immediatamente destinabile alla copertura delle
passività in scadenza**

...

Cash flow autogenerato



...

$$\text{Cash Flow}_{\text{Aut.}} = \text{DACN}_{\text{Aut.}} - (\text{DC}_F + \text{DS} - \text{DD}_F)$$

DC_F = variazione dei crediti di funzionamento (ricavi non incassati);

DS = variazione della rimanenze;

DD_F = variazione dei debiti di funzionamento (costi non pagati).

$$\text{Cash Flow}_{\text{Aut.}} = \text{Un} + \text{Amm} - \text{Riv} + \text{DFL}_\cdot - (\text{DC}_F + \text{DS} - \text{DD}_F)$$

=

Ricavi incassati - Costi pagati

...

Cash flow strutturale

$$\text{Cash Flow}_{S.} = \text{DACN}_{S.} + \text{DD}_{c/c} + \text{DD}_{\text{Fb}} - \text{DT}_b$$

$\text{DD}_{c/c}$ = variazione dei debiti in c/c;

DD_{Fb} = variazione dei debiti finanziari a breve;

DT_b = variazione dei crediti finanziari a breve;

$$\begin{aligned} & \text{Cash Flow}_{S.} \\ & = \\ & (\text{DMP} - \text{UN}) + \text{DDL} - (\text{DIN} + \text{Amm} - \text{RIV}_I) \\ & + \\ & \text{DD}_{c/c} + \text{DD}_{\text{Fb}} - \text{DC}_{\text{Fb}} \end{aligned}$$

...

Cash flow totale

$$\text{Cash Flow} = \text{Cash Flow}_{\text{Aut.}} + \text{Cash Flow}_S$$

...

Anno	0	1	D
Disponibilità liquide	100	110	10
Crediti di funzionamento	300	320	20
Scorte	350	360	10
Immobilizzazioni nette	1200	1210	10
Totale	1950	2000	50
Debiti di funzionamento	200	240	40
Debiti di finanziari	190	80	-110
TFR	900	900	0
Patrimonio netto	660	780	120
Totale	1950	2000	50

Utile Netto	110
Ammortamenti	130
Rivalutazioni delle immobilizz.	10

...

Utile Netto	110
Ammortamenti	130
Rivalutazioni delle imm.	10
DTFR	0
UF	230

UF	230
Variazione dei crediti di funzionamento	20
Variazione delle scorte	10
Variazione dei debiti di funzionamento	40
Cash flow aut.	240

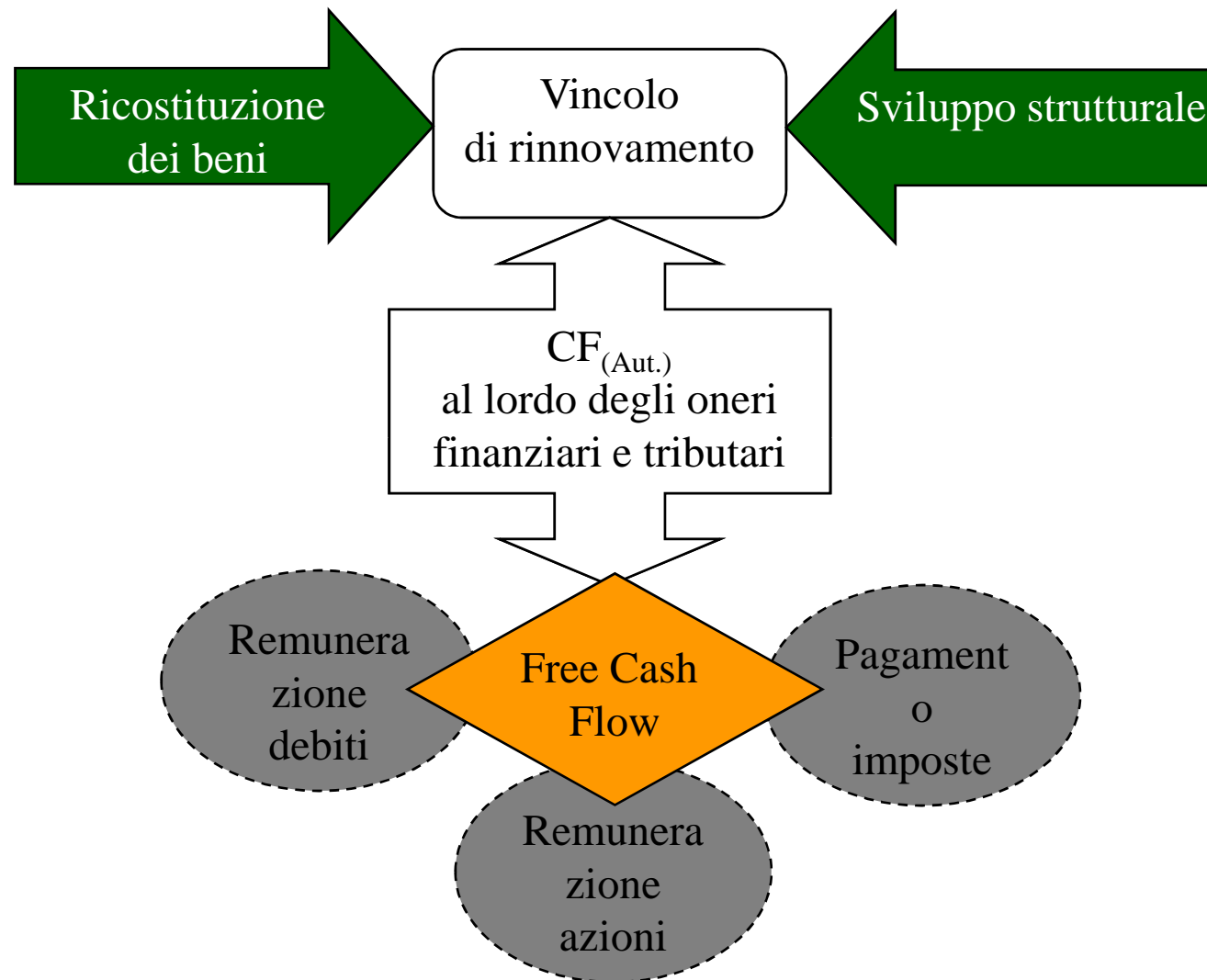
...

Variazione delle imm. nette	10
Ammortamenti	130
Rivalutazioni	10
Variazione finanziaria delle imm.	130
Variazione fin. dei MP	10
Variazione dei debiti finanziari	-110
Variazione finanziariadelle imm.	130
Cash flow st.	-230

...

Cash flow aut.	240
Cash flow st.	-230
Cash flow totale	10

5. Il free cash flow (Cenni)



5.1. Il free cash flow to firm e free cash flow to equity

