

DISPENSA  
DI  
ECONOMIA E GESTIONE DELLE IMPRESE  
(A.A. 2008/09)

## L'EQUILIBRIO FINANZIARIO

di  
Antonio Renzi

1. Premessa. - 2. Il governo del capitale e il sistema finanziario d'impresa. - 3. Composizione e dinamica del fabbisogno finanziario. - 4. L'equilibrio temporale tra fonti e impieghi. - 5. La riclassificazione finanziaria e funzionale dello stato patrimoniale. - 6. L'attivo corrente netto. - 7. Il margine di tesoreria e il margine di struttura. - 8. Dall'analisi finanziaria statica all'analisi finanziaria dinamica. - 9. I flussi di attivo corrente netti. - 10. Il cash flow - Riferimenti bibliografici.

### 1. Premessa

La dimensione e l'evoluzione finanziaria dell'impresa, in termini di risorse e flussi di capitale, sono il riflesso, statico e dinamico, delle scelte industriali assunte dall'organo di governo<sup>1</sup>.

Le decisioni strategiche ed operative che impattano sulla dimensione reale della struttura aziendale sono, infatti, accompagnate da operazioni di investimento/finanziamento e generano effetti di natura sia reddituale che monetaria, con ciò che ne consegue sul piano dell'equilibrio finanziario, cioè, della capacità

---

<sup>1</sup> Sulla relazione tra dimensione reale e finanziaria dell'impresa si rimanda a: GOLINELLI G.M., 1996, "Economia e finanza nel governo dell'impresa", in *Sinergie* n. 39, pp. 25-50; GOLINELLI G.M., 2000, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, vol. 2, Cedam, Padova, cap. 12; GOLINELLI G.M., 2008, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. Verso la scientificazione dell'azione di governo*, vol. 2, Cedam, Padova, cap. 9.

dell'impresa di assicurare il costante bilanciamento tra la formazione e l'assorbimento della liquidità<sup>2</sup>.

Segnatamente, la condizione d'equilibrio finanziario emerge in presenza di flussi monetari quantitativamente e temporalmente adeguati alla copertura delle passività che vanno in scadenza. Il rispetto di detta condizione si qualifica come vincolo essenziale riguardo agli obiettivi di sopravvivenza e sviluppo dell'impresa.

L'equilibrio finanziario può essere letto in un'ottica di controllo di gestione, ovvero di pianificazione. Nel primo caso l'analisi si fonda sulla rielaborazione dei dati di bilancio con lo scopo di verificare le cause che, in un dato arco temporale, hanno prodotto avanzi o disavanzi di tesoreria; nel secondo caso, l'ambito d'indagine attiene allo studio dei saldi finanziari attesi, quale supporto decisionale rispetto ai futuri assetti strategici ed operativi dell'impresa e alle connesse decisioni d'investimento/finanziamento<sup>3</sup>.

L'analisi finanziaria d'impresa, riguardo all'attività sia di controllo che di pianificazione, si articola in:

- *analisi statica*
- *analisi dinamica*.

Dallo studio statico delle coordinazioni patrimoniali è possibile ottenere informazioni circa l'adeguatezza temporale e funzionale delle fonti di finanziamento rispetto agli impieghi di capitale; adeguatezza necessaria ad evitare squilibri di tesoreria. In sostanza, la coerenza temporale e funzionale tra fonti e impieghi esprime un equilibrio finanziario potenziale (o statico), nel senso che costituisce la pre-condizione dell'equilibrio finanziario effettivo (o dinamico).

Il semplice confronto statico tra fonti e impieghi non consente, tuttavia, l'osservazione del ciclo finanziario nel suo divenire, in quanto non tiene conto delle dinamiche patrimoniali ed economiche che si manifestano nel corso della gestione. L'analisi dell'equilibrio finanziario effettivo prevede, quindi, lo studio dinamico dei fenomeni che sono alla origine della formazione di liquidità netta.

---

<sup>2</sup> Cfr., SANDRI S., BOZZI S., 2004, "Funzione finanziaria, gestione dell'impresa e mercato dei capitali", in FONTANA F., CAROLI M. (a cura di), 2004, *Economia e gestione delle imprese*, II ed., McGraw-Hill, Milano, p. 364.

<sup>3</sup> Sull'analisi finanziaria quale supporto nei processi di pianificazione aziendale si rimanda a TAGLIAVINI G., 2006, *Piano finanziario e scelta degli obiettivi da perseguire*, in PARAVANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano.

Analisi finanziaria statica e dinamica non sono alternative, ma piuttosto interdipendenti, in virtù del fatto che le variazioni di tesoreria e le relazioni tra *stock* di capitali attinti ed investiti costituiscono due fenomeni fortemente collegati<sup>4</sup>.

In tale quadro assume particolare rilievo l'interrelazione tra economicità delle decisioni aziendali ed equilibrio finanziario. Infatti, la capacità economica dell'impresa, da una parte, agisce direttamente sull'entità e l'andamento degli *stock* patrimoniali, dall'altra, è indirettamente influenzata dalla disponibilità di risorse di capitale e dal processo di generazione della liquidità. Ciò implica che profilo economico e finanziario dell'impresa, anche se nel breve periodo possono assumere andamenti divergenti, nel tempo tendono a convergere. In altri termini, il costante perseguimento della condizione d'equilibrio finanziario passa attraverso decisioni industriali – assunte sia a livello strategico che operativo - efficaci ed efficienti sul piano economico; al contempo, tra i diversi fattori necessari alla massimizzazione del profitto vi è un'ottimale gestione della risorsa capitale che, al pari degli altri *input* dell'attività imprenditoriale, si presenta come scarsa ed onerosa.

In un'ottica di medio e lungo termine, dunque, la distinzione tra equilibrio finanziario ed economico appare sfumata, essendo, in definitiva, il binomio “adeguatezza della liquidità-capacità di reddito” a determinare, tempo per tempo, la probabilità di sopravvivenza dell'impresa<sup>5</sup>.

Nel presente lavoro i due ambiti di studio richiamati (analisi finanziaria statica e dinamica) verranno trattati tenendo conto delle loro interdipendenze, nonché dei rapporti di reciprocità tra equilibrio finanziario e capacità economica dell'impresa. Segnatamente, l'analisi che segue prende le mosse dalla rappresentazione dell'attività d'impresa come sistema di flussi finanziari integrati, per poi soffermarsi sulla formazione quali/quantitativa del fabbisogno finanziario e sulle modalità di valutazione delle coordinazioni patrimoniali e dei saldi di tesoreria di natura sia economica che strutturale.

## 2. Il governo del capitale e il sistema finanziario d'impresa

Al fine di cogliere il senso ed il ruolo dell'analisi finanziaria in ordine all'azione di controllo e pianificazione dell'impresa è bene specificare, seppure in

---

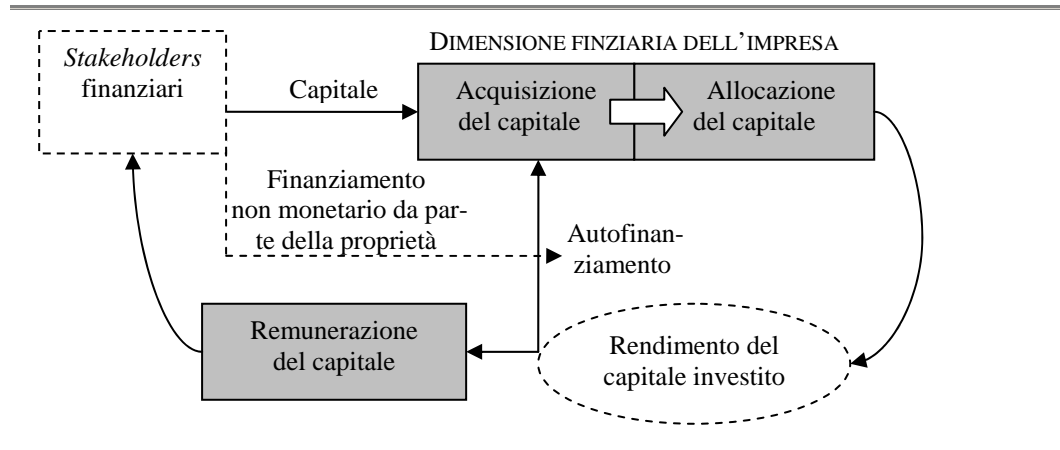
<sup>4</sup> Cfr. RENZI A., 2005, *Criteri di analisi finanziaria nell'economia d'impresa. Flussi finanziari, mercato e valore*, Giapicchelli, Torino, p. 33.

<sup>5</sup> Cfr. FERRERO G., 1984, *Il controllo finanziario delle imprese. Strumenti del controllo di sintesi*, Giuffrè, Milano, p. 6.

termini generali, i momenti caratterizzanti il governo finanziario delle organizzazioni economiche che, come riportato in figura 1, si articola nelle tre fasi di:

- *acquisizione del capitale;*
- *allocazione del capitale;*
- *remunerazione del capitale.*

Figura 1 - Le tre fasi del governo finanziario dell'impresa



La fase di acquisizione del capitale scaturisce da un insieme di decisioni relative ai finanziamenti ottenibili da terze economie e ai processi di autofinanziamento<sup>6</sup>.

L'autofinanziamento, poiché causa un assorbimento totale o parziale del dividendo spettante alla proprietà, può essere assunto come finanziamento non monetario realizzato dalla compagine sociale: i detentori di capitale di rischio essendo entità, economicamente e giuridicamente, separate dall'impresa hanno la facoltà di finanziare la stessa mediante apporti di capitale e/o la rinuncia ad esercitare il proprio diritto al residuo. Ciò vale con riferimento all'autofinanziamento inteso in senso proprio, ossia come risultato di gestione considerato al netto dei dividendi distribuiti. Non tutto l'autofinanziamento, tuttavia, consegue ad una scelta autonoma della proprietà. Infatti, una parte del reddito generato dalla gestione è trattenuto dall'impresa sotto forma di ammortamenti ed accantonamenti a fondi<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Cfr. AMADUZZI A., 1953, *L'impresa nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni. Trattato di ragioneria*, Utet, Torino, pag.111.

<sup>7</sup> Sulle diverse modalità con cui si manifesta l'autofinanziamento si rimanda tra gli altri a: AMADUZZI A., 1953, *op. cit.*; CAPALDO P., 1968, *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*,

La fase di allocazione del capitale si concreta nelle decisioni d'investimento finalizzate al mantenimento o alla modifica della struttura aziendale nelle sue componenti reali. Da questo punto di vista, l'allocazione del capitale può assumere la forma di investimenti conservativi o strategici: i primi assolvono ad una funzione essenzialmente operativa, in quanto attengono alla ricostituzione delle risorse reali consumate nell'espletamento della funzione di produzione e necessarie affinché il ciclo industriale si svolga senza soluzione di continuità; gli investimenti strategici sono, invece, causa di discontinuità strutturale, cui conseguono effetti economici in termini di costi di struttura e finanziari in termini di fabbisogno di capitali.

La fase di remunerazione del capitale concerne il rendimento offerto dall'impresa agli *stakeholders* finanziari (azionisti e creditori finanziari). Il livello e la composizione di tale remunerazione dipende, in primo luogo, dalla qualità reddituale/monetaria degli investimenti realizzati, in secondo luogo, dalla struttura finanziaria, ossia dalla composizione delle fonti di finanziamento: la qualità degli investimenti si riflette direttamente sulla capacità dell'impresa di soddisfare i creditori finanziari e la proprietà; la struttura finanziaria impatta sulla onerosità del passivo e, con riferimento al *trade-off* tra autofinanziamento e capitali di provenienza esterna (ivi compreso il capitale di rischio), sulla remunerazione monetaria della proprietà (dividendi)<sup>8</sup>.

Dalla schematizzazione proposta in merito alle tre fasi di governo del capitale emerge una dinamica finanziaria d'impresa reticolare caratterizzata, cioè, da un sistema integrato di flussi in entrata e in uscita<sup>9</sup>, le cui determinanti endogene sono: l'effetto combinato tra formazione del fabbisogno finanziario e politica degli investimenti; l'efficacia economico-finanziaria degli investimenti; la politica dei dividendi (figura 2).

Detto sistema di flussi è, inoltre, influenzato da fattori esogeni quali: il grado di efficienza e di liquidità del mercato finanziario di riferimento; le caratteristiche strutturali e la propensione al rischio degli operatori finanziari; l'andamento ciclico del settore produttivo d'appartenenza; la dinamica delle principali grandezze macroeconomiche.

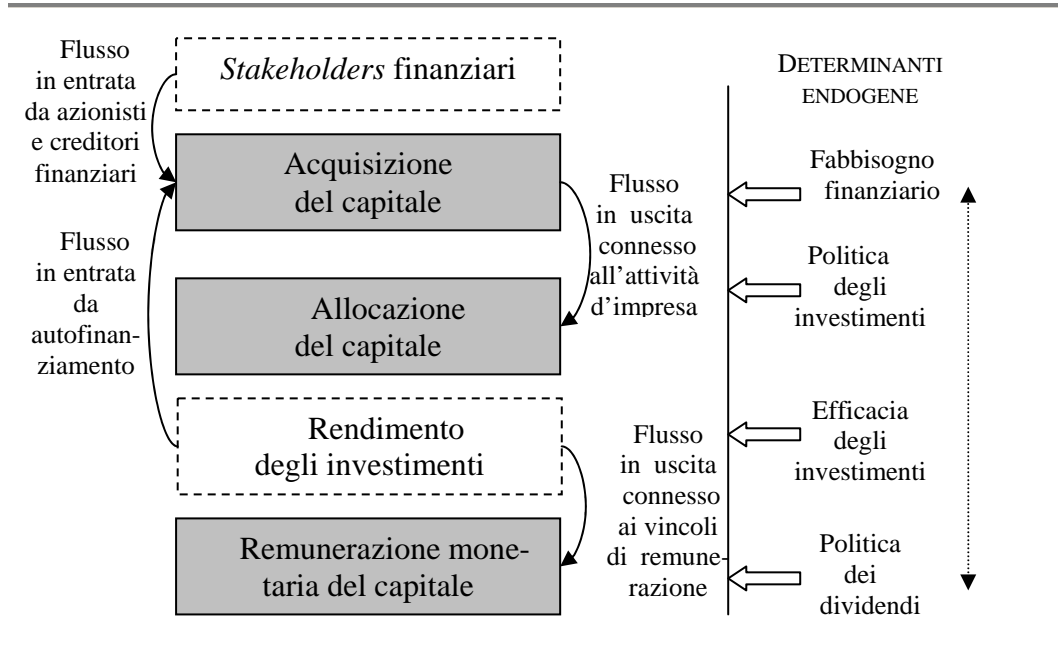
---

Giuffrè, Milano; FERRERO G., 1981, *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano; SOLOMON E., 1972, *Teoria della finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna.

<sup>8</sup> La remunerazione monetaria del capitale di rischio rappresenta solo una componente del rendimento complessivamente offerto dai titoli azionari. Tale rendimento, infatti, include l'eventuale *capital gain* maturato in un certo arco temporale.

<sup>9</sup> Cfr. PROVENZANO G., 2003, *Finanza aziendale. Struttura finanziaria, equilibrio finanziario, scelte d'investimento e di finanziamento*, Giappichelli, Torino, p. 1.

Figura 2 - L'impresa come sistema integrato di flussi finanziari



Il governo del capitale implica, dunque, la progettazione ed il controllo della dinamica finanziaria in relazione agli obiettivi strategici dell'impresa e a vincoli di natura endogena ed esogena.

Ne deriva un processo decisionale circolare, nel senso che la strutturazione del sistema di flussi di capitale, da una parte, emerge come adattamento del profilo finanziario dell'impresa alla implementazione di una o più strategie, dall'altra, si qualifica come verifica di fattibilità monetaria di determinate politiche aziendali<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Ad esempio, la decisione di incrementare la capacità produttiva dell'impresa, nel momento in cui si ripercuote sul fabbisogno finanziario e sulla redditività dell'attivo, implica effetti sulla dimensione e la manifestazione temporale dei flussi finanziari in entrata e in uscita; dall'analisi prospettica di tali effetti potrebbe emergere l'incompatibilità del progetto di crescita rispetto alla possibilità di ottenere un adeguato sostegno dal sistema finanziario; oppure aspettative di rendimento dei potenziali finanziatori incompatibili con l'equilibrio finanziario dell'impresa; o ancora una capacità di autofinanziamento limitata rispetto all'obiettivo di realizzare lo sviluppo dimensionale senza accrescere la dipendenza dal sistema finanziario.

### 2.1. I processi integrati d'investimento e di finanziamento

Il concetto d'impresa come sistema di flussi finanziari deriva dall'integrazione quantitativa e temporale tra allocazione e acquisizione del capitale: al crescere o al ridursi degli *stock* investiti si registrano simultanee variazioni dei finanziamenti ottenuti<sup>11</sup>. Ne consegue il c.d. vincolo di bilancio, in virtù del quale il volume degli investimenti è sempre pareggiato dalle fonti di finanziamento.

Sul piano prettamente quantitativo emerge, quindi, una condizione di costante equilibrio tra gli impieghi di capitale posti in essere e le fonti di finanziamento. Detto equilibrio può essere espresso, in modo sintetico, attraverso la seguente relazione:

$$I = AR + AF = MP + D \quad [1]$$

dove:

I = impieghi;

AR = attività reali;

AF = attività finanziarie;

MP = mezzi propri;

D = debiti.

In sostanza, la [1] mostra come il capitale nelle sue diverse forme esprima una riserva di valore<sup>12</sup>.

Le decisioni d'investimento si configurano nella fase iniziale come trasformazione di disponibilità liquide in beni reali; al deflusso iniziale di liquidità seguono flussi positivi generati dal rendimento dell'investimento e/o dal suo smobilizzo (figura 3). Pertanto, l'impiego delle risorse di capitale genera due effetti finanziari di segno opposto: un primo effetto immediato di segno negativo ed un secondo effetto, durante la vita e nella fase di smobilizzo dell'investimento, di segno positivo.

Il deflusso iniziale conseguente a nuovi investimenti presuppone speculari operazioni di finanziamento (figura 4); i rimborsi del complesso dei finanziamenti attinti richiedono, a loro volta, movimenti monetari di segno opposto.

<sup>11</sup> Cfr. POCHETTI G., 1989, *Finanza aziendale. Le funzioni finanziarie d'impresa*, Utet, Torino, p. 29.

<sup>12</sup> "L'impresa riceve ricchezza attraverso capitale proprio (ivi compreso l'autofinanziamento) e capitale di credito, la incorpora in beni e servizi e ne sposta continuamente il valore su altri beni e servizi" (Cfr. FANNI M., 2000, *Manuale di finanza dell'impresa*, Giuffrè, Milano, pag. 5).

Figura 3 - Profilo finanziario di un investimento

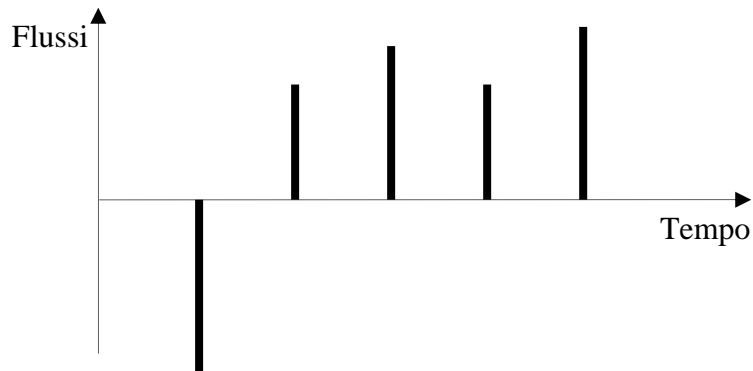
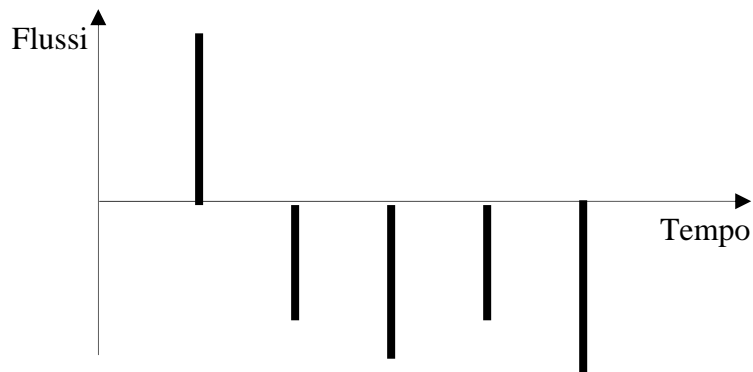


Figura 4 - Profilo finanziario di un finanziamento



Dunque, così come ad impieghi corrispondono operazione di raccolta, si determina un processo integrato anche tra il realizzo del capitale investito e le speculative operazioni di rimborso del capitale raccolto<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Cfr. RENZI A., 2005, *op cit*, , p. 13.



### 3. Composizione e dinamica del fabbisogno finanziario

Da quanto descritto in merito al sistema integrato dei flussi finanziari d'impresa e agli effetti inversi prodotti dalle decisioni d'investimento rispetto a quelle di finanziamento, consegue che la prima determinante del governo del capitale è costituita dal fabbisogno finanziario, ossia dal complesso delle risorse monetarie necessarie ad attivare, mantenere e sviluppare l'attività imprenditoriale<sup>14</sup>.

Detto fabbisogno origina, in primo luogo, dalla circostanza che la produzione di beni e servizi implica il sostenimento dei costi in via anticipata rispetto al conseguimento dei ricavi; in secondo luogo, dai vincoli di remunerazione degli *stakeholders* finanziari.

Ai fini di una efficiente gestione finanziaria è di fondamentale importanza prevedere l'andamento del fabbisogno finanziario, non solo in relazione al dimensionamento complessivo delle risorse di capitale occorrenti, ma anche e soprattutto in relazione alla ottimizzazione dei flussi finanziari, quale condizione necessaria per contenere gli oneri diretti ed indiretti connessi alla raccolta di capitale, salvaguardando parallelamente adeguate riserve di liquidità<sup>15</sup>.

Si distinguono tre principali aree del fabbisogno finanziario:

- *il fabbisogno per elasticità di cassa indotto dalle esigenze di liquidità immediata;*
- *il fabbisogno a breve non monetario (capitale circolante considerato al netto della liquidità immediata);*
- *il fabbisogno durevole (capitale fisso).*

In figura 5, il fabbisogno per elasticità di cassa è dato dall'area compresa tra la curva A e la curva B; il fabbisogno a breve non monetario è dato dall'area compresa tra la curva B e la curva C; il fabbisogno durevole è dato dall'area compresa tra l'asse del tempo e la curva C.

Le curve A, B e C mostrano gli andamenti di breve periodo assunti dagli impieghi, in funzione del loro orizzonte temporale. In particolare, la curva A evidenzia il caratteristico andamento delle disponibilità liquide generato da flussi e deflussi monetari molto ravvicinati nel tempo; la curva B è funzione delle oscillazioni delle componenti non liquide del capitale circolante che, pur avvenendo in archi temporali ristretti, assumono rispetto alle variazioni per elasticità di cassa un

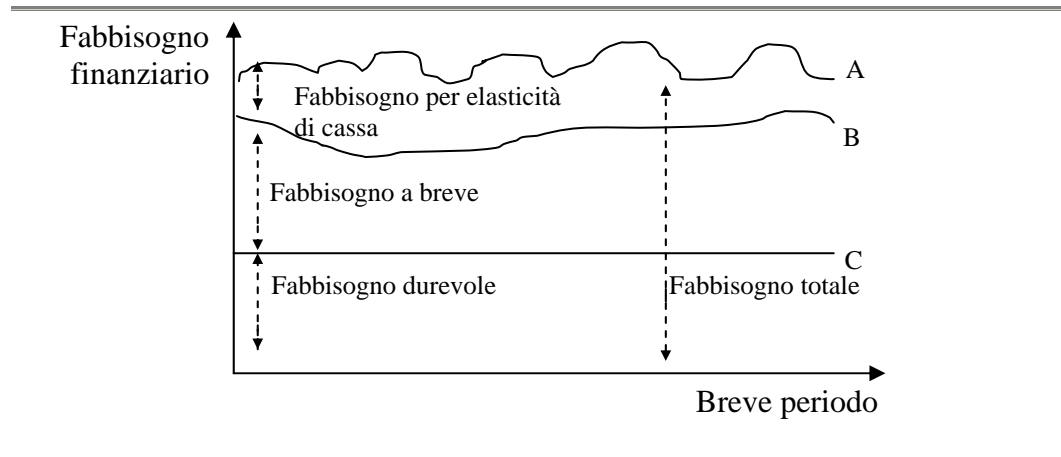
---

<sup>14</sup> Cfr. COLOMBI F., 1995, 1995, *Il baricentro finanziario*, Strategia&Finanza, Roma.

<sup>15</sup> Cfr. SCIARELLI S., 1982, *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, p. 281.

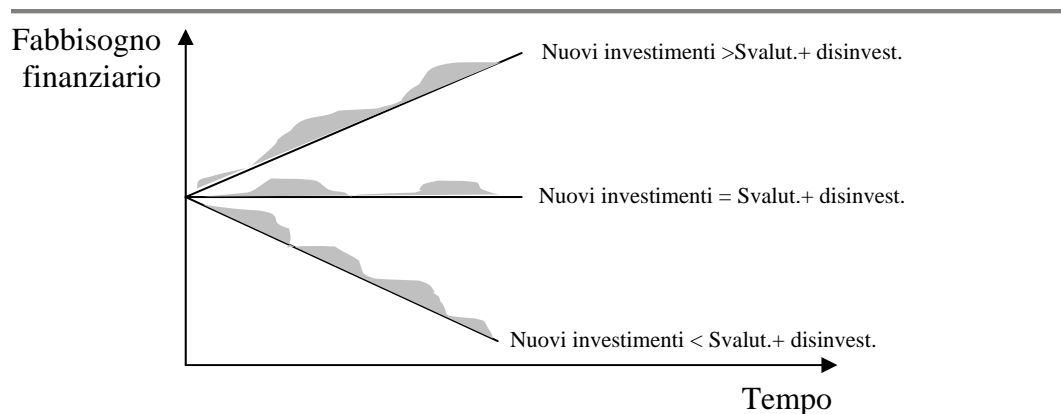
andamento più dilatato e costante nel tempo; infine, la curva C esprime la rigidità del capitale fisso nel breve periodo.

Figura. 5. Le aree del fabbisogno finanziario



Dalla somma delle suddette aree si ottiene il fabbisogno totale che nel tempo può assumere un andamento crescente, costante o decrescente in funzione delle politiche di sviluppo adottate dall'azienda da un lato e delle svalutazioni e ridimensionamenti dall'altro (figura 6).

Figura 6 – La dinamica del fabbisogno finanziario



Sul piano contabile, si determina un fabbisogno crescente quando il valore dei nuovi investimenti, sia a breve che a lungo termine, eccede la somma tra le svalutazioni di natura contabile e i disinvestimenti; un fabbisogno costante deriva dalla parità tra il valore dei nuovi investimenti e il valore dei disinvestimenti considerati al lordo delle rettifiche contabili; infine, il fabbisogno assume un andamento decrescente quando la somma tra disinvestimenti e svalutazioni eccede l'entità dei nuovi investimenti.

L'analisi dinamica del fabbisogno finanziario, oltre a costituire un imprescindibile elemento di pianificazione, offre indicazioni generali sullo stato evolutivo dell'impresa e sulla sua capacità storica di adottare strategie di sviluppo. In particolare, un fabbisogno finanziario crescente - dovuto ad impieghi di capitale superiori alla dimensione minima tecnica dell'attivo necessaria ad alimentare con continuità il processo produttivo - segnala, ove sia accompagnato da adeguato sviluppo reddituale, la capacità messa in campo dall'impresa nello sfruttare nuove opportunità strategico/industriali in condizioni di stabilità finanziaria.

Nell'ipotesi, invece, di una dimensione degli impieghi che si mantiene costante nel tempo l'azienda opera con un volume di attività minime rispetto al normale svolgimento della gestione. Condizione questa che si manifesta soprattutto per le imprese operanti in settori maturi e/o per imprese incapaci di accrescere in modo significativo la propria quota di mercato.

Infine, l'andamento decrescente del fabbisogno evidenzia, quando permane nel lungo termine, una situazione di crisi, dovuta a squilibri di natura economica e/o alla incapacità dell'azienda di alimentare adeguatamente gli impieghi mediante la raccolta di capitali esterni. Si tratta di aspetti tra loro interdipendenti, nel senso che, da un lato, ad andamenti economici di segno negativo corrispondono contrazioni dei mezzi propri e maggiori difficoltà nel reperire nuovi finanziamenti, in virtù di una scarsa fiducia che l'impresa riscuote presso il mercato dei capitali circa le prospettive reddituali della stessa; dall'altro, scarse disponibilità di capitale riducono le alternative d'investimento e, quindi, la possibilità di massimizzare il rendimento dell'attivo.

Tuttavia, può accadere che la riduzione di fabbisogno finanziario non sia conseguenza di una crisi ma di un processo di razionalizzazione delle risorse aziendali che porta ad eliminare quella parte di impieghi scarsamente efficienti sul piano produttivo e/o economico. Situazioni di questo tipo emergono tipicamente in corrispondenza di innovazioni di processo che consentono nel medio termine il contenimento degli investimenti immobilizzati e dei connessi costi di struttura.

### 3.1. *Fabbisogno finanziario, dinamica economica e struttura del capitale*

I processi di sviluppo implicano la necessità di accrescere le risorse di capitale e, al contempo, scelte in merito al livello di *leverage* che, comunque venga calcolato, esprime la tendenza del sistema impresa a far leva sui debiti per la copertura del fabbisogno finanziario. Tale tendenza dipende dalle relazioni tra dinamica degli investimenti, dinamica del reddito e decisioni di finanziamento, relazioni che possono essere lette secondo una logica sia industriale che finanziaria. Dal punto di vista industriale il tasso di crescita del reddito è riconducibile allo sviluppo della funzione d'investimento, allorquando le nuove allocazioni di capitale generano un'espansione dei volumi sia di produzione sia di vendita. In altri termini, la relazione industriale tra dinamica degli investimenti e dinamica del reddito è tanto più accentuata quanto più il mercato di riferimento dell'impresa offre l'opportunità di sfruttare economie di scala. In termini finanziari, invece, il tasso di crescita del reddito alimenta la possibilità di sviluppare la funzione d'investimento in condizioni di stabilità del passivo. L'aumento dei mezzi finanziari prodotti dal ciclo economico riduce, infatti, a parità di altre condizioni, l'esposizione debitoria. Ne consegue che la relazione finanziaria tra reddito e investimenti è inversa rispetto a quella di tipo industriale, nel senso che se da un lato l'espansione della capacità economica è riconducibile, nel caso di domanda crescente, a politiche di sviluppo della struttura aziendale, dall'altro, le disponibilità di capitale originate dal ciclo economico stabilizzano la struttura finanziaria nei processi di espansione dell'attivo<sup>16</sup>.

Nelle diverse fasi che caratterizzano il ciclo evolutivo del sistema impresa sussiste, quindi, un vincolo finanziario allo sviluppo, dato dal massimo divario tra la crescita degli investimenti e la crescita del reddito, oltre il quale l'espansione della produzione produce, a parità di capitale sociale, effetti destabilizzanti sull'equilibrio di gestione e sulla capacità dell'impresa di coprire patrimonialmente il rischio connesso a trasformazioni strutturali orientate alla crescita industriale<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Cfr. RULLANI R., , 1984, "Gli investimenti e la funzione finanziaria", in RISPOLI M. (a cura di), 1984, *L'impresa industriale. Economia e management*, Mulino, Bologna, pp. 590-592.

<sup>17</sup> Date, ad esempio, due imprese aventi diverse consistenze di mezzi propri, il rischio connesso al medesimo progetto di espansione assume un peso maggiore per l'impresa meno capitalizzata. Più in generale le imprese avverse al rischio di dissesto finanziario tendono verso politiche di crescita basate sul modello dello sviluppo interamente sostenibile. Tale modello postula, come condizione necessaria all'espansione dell'attività d'impresa, la compatibilità tra i processi di crescita e l'autofinanziamento. Questa impostazione deriva dalla circostanza che le risorse di capitale ottenibili da terze economie sono limitate e di conseguenza, oltre un certo tasso di crescita, lo sviluppo può realizzarsi nel limite della capitalizzazione degli utili. Oltre ai vincoli di natura esogena, con-

### 3.2. Ricavi e fabbisogno finanziario esterno

La dinamica degli investimenti e, quindi, del fabbisogno finanziario può essere analizzata in funzione dell'andamento dei ricavi vendite e dei connessi volumi di produzione<sup>18</sup>. Per ogni livello programmato di fatturato, infatti, si determinano esigenze finanziarie, esigenze che potranno essere soddisfatte senza ricorso a finanziamenti esterni nel limite della capacità di autofinanziamento dell'impresa.

In generale, posto che le decisioni d'investimento precedono la formazione dei ricavi, indicando con  $R_1$  i ricavi attesi al tempo 1 e con  $FF_0$  il fabbisogno finanziario al tempo 0 si ha:

$$FF_0 = f(R_1)$$

La grandezza  $FF_0$  può essere scomposta come:

$$FF_0 = FFE_0 + AF_0 \quad [2]$$

dove:

$FFE$  = fabbisogno finanziario esterno;

$AF$  = autofinanziamento.

Il fabbisogno finanziario esterno definisce la dimensione dei finanziamenti esterni, acquisibili con vincolo di rischio e di debito, necessari a supportare quella parte delle attività reali che non trova copertura nell'autofinanziamento<sup>19</sup>.

Con riferimento ad uno specifico piano industriale, comportante una variazione del capitale investito pari a  $I_1 - I_0$ , si ha<sup>20</sup>:

---

nessi al mercato azionario, la correlazione tra sviluppo e autofinanziamento trova ragione nell'obiettivo di evitare squilibri della struttura finanziaria connessi ad aumenti dell'indebitamento. (Cfr. RENZI A., 2005, *op cit.*, p. 167).

<sup>18</sup> Cfr. IELASI F., 2006, "Crescita dell'impresa e fabbisogno finanziario: l'analisi dello sviluppo sostenibile", in PARAVANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano, p. 95.

<sup>19</sup> Cfr. LANZAVECCHIA A., 2006, "La redazione del piano industriale", in PARAVANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano, p. 149.

<sup>20</sup> Cfr. IELASI F., 2006, *op. cit.*, p. 122.

$$\begin{aligned} FFE_0 &= I_1 - I_0 - AF_0 = R_0 \cdot (\overline{IC} \cdot TSV_1 - MAF_0) \\ &= R_0 \cdot \frac{I_1 - I_0}{R_1 - R_0} \cdot \frac{R_1 - R_0}{R_0} - R_0 \cdot \frac{AF_0}{R_0} \end{aligned} \quad [3]$$

dove:

$\overline{IC}$  = intensità di capitale incrementale;  
 $TSV$  = tasso di sviluppo dei ricavi;  
 $MAF$  = margine di autofinanziamento.

Dalla [3] si ricava che:

$$(R_1 > R_0; I_1 > I_0) \rightarrow \begin{cases} \text{a) } FFE_0 > 0 \rightarrow \left( \overline{IC} > \frac{AF_0}{R_1 - R_0}; AF_0 < I_1 - I_0; R_1 - R_0 > \frac{AF_0}{\overline{IC}} \right) \\ \text{b) } FFE_0 = 0 \rightarrow \left( \overline{IC} = \frac{AF_0}{R_1 - R_0}; AF_0 = I_1 - I_0; R_1 - R_0 = \frac{AF_0}{\overline{IC}} \right) \end{cases}$$

La fattispecie a) si riferisce al caso in cui il progetto di sviluppo sia vincolato all'ottenimento di finanziamenti esterni. ; la fattispecie b) individua, invece, il caso di crescita del fatturato interamente realizzabile tramite autofinanziamento.

L'analisi proposta consente di definire il fatturato massimo atteso nel rispetto di vincoli di struttura finanziaria. L'ipotesi più stringente da questo punto di vista prevede:

$$\text{Vincolo : } FFE = 0 \rightarrow R_{1(\max)} = R_0 + \frac{AF_0}{\overline{IC}}$$

Nel caso di specie  $R_{1(\max)}$  identifica l'obiettivo massimo perseguibile in termini di ricavo atteso; obiettivo vincolato al reddito (generato al tempo 0) capitalizzato dall'impresa una volta remunerata la proprietà.

Il suddetto vincolo, in primo luogo, può emergere come scelta dell'organo di governo che - date le condizioni economico-finanziarie di partenza e tenuto conto del rischio connesso ai nuovi investimenti - decide di realizzare l'azione di sviluppo nel limite della capacità di autofinanziamento; in secondo luogo, può derivare dalla scarsa fiducia che, in un dato momento, l'impresa riscuote presso il sistema finanziario; infine, si può ipotizzare il caso in cui la scelta di eliminare la componente esterna del fabbisogno finanziario sia legata a tassi d'interesse sul ca-

pitale di debito particolarmente elevati, o comunque, maggiori rispetto alla redditività prevista per i nuovi investimenti.

Sia nell'ipotesi che prevede il vincolo  $FFE=0$  sia nell'ipotesi di un vincolo finanziario meno stringente, il margine di crescita dell'impresa è legato alle due variabili chiave TSV e  $\overline{IC}$  che, a loro volta, dipendono da fattori sia esogeni che endogeni. I primi sono riconducibili, soprattutto, alle dinamiche del settore d'appartenenza e alla natura tecnico-economica dell'attività svolta dall'impresa. Segnatamente, nei settori produttivi che, mediamente, presentano un basso tasso di rotazione del capitale investito i processi di crescita commerciale/industriale tendono ad amplificare la dipendenza dell'impresa rispetto a finanziatori esterni. Riguardo ai fattori endogeni, la possibilità di massimizzare la grandezza TSV in condizioni di livelli relativamente contenuti di intensità di capitale dipende dalla capacità dell'impresa di perseguire condizioni di vantaggio competitivo in termini di costo e/o di differenziazione<sup>21</sup>.

In generale, quindi, sussiste una forte interdipendenza tra il governo strategico dell'impresa e la solidità finanziaria della stessa in relazioni a politiche di sviluppo comportanti crescite del fabbisogno finanziario<sup>22</sup>.

### 3.3. *La sostenibilità economica del fabbisogno finanziario esterno*

L'analisi del fabbisogno finanziario esterno nei termini proposti può essere estesa allo studio della sostenibilità economica di un dato processo di sviluppo. In particolare, la progettata crescita del fatturato genera oneri finanziari attesi in ragione del fabbisogno finanziario esterno che non trova copertura nell'aumento strutturale (non economico) dei mezzi propri. Ne consegue che l'intensità di capitale incrementale e il tasso di sviluppo dei ricavi sono economicamente sostenibili nel caso in cui la dinamica del reddito operativo sia compensativa rispetto alla formazione di oneri finanziari aggiuntivi.

In base alla [3] si ha:

$$FFE_0 = R_0 \cdot (\overline{IC} \cdot TSV_1 - MAF_0) = \Delta D + Ac$$

dove:

<sup>21</sup> Per un approfondimento sulle determinanti dell'intensità di capitale e del tasso di sviluppo dei ricavi si rimanda a ALBERICI A., CASELLI S., 2002, *La valutazione dell'impresa per i fidi bancari*, Franco Angeli, Milano, pp. 74-78.

<sup>22</sup> Il tema della relazione tra sviluppo delle attività reali e capacità di autofinanziamento verrà ripreso ed approfondito nel paragrafo 10.3 dedicato al *free cash flow*.

$\Delta D$  = variazione dei debiti finanziari;  
 $\Delta c$  = aumenti di capitale.

Per  $\Delta c=0$  si ottiene:

$$R_0 \cdot (\overline{IC} \cdot TSV_1 - MAF_0) = \Delta D$$

$$i \cdot R_0 \cdot (\overline{IC} \cdot TSV_1 - MAF_0) = \Delta OF$$

dove:

$\Delta OF$  = variazione degli finanziari;  
 $i$  = tasso medio passivo costante.

Si supponga che l'obiettivo di crescita ( $\Delta R > 0$ ) sia vincolato alla seguente condizione:

$$\Delta RL \geq 0$$

$$\text{con } \Delta RL = \Delta RO - \Delta OF = \Delta R - \Delta CO - \Delta D \cdot i$$

dove:

$\Delta RL$  = variazione del reddito lordo (reddito ante imposte);  
 $\Delta RO$  = variazione del reddito operativo;  
 $\Delta CO$  = variazione dei costi operativi.

In base alle suddette ipotesi si ottiene:

$$AF_{\min} = R_0 \cdot MAF_{\min} = I_1 - I_0 - \frac{\Delta R - \Delta CO}{i}$$

$$\overline{IC}_{\max} = \frac{MAF}{TSV_1} + \frac{\Delta R - \Delta CO}{R_0 \cdot i \cdot TSV_1} = \frac{AF}{\Delta R} + \frac{\Delta R - \Delta CO}{i \cdot \Delta R}$$

$AF_{\min}$  e  $\overline{IC}_{\max}$  esprimono rispettivamente l'autofinanziamento minimo e l'intensità di capitale incrementale massima che consentono di realizzare lo sviluppo del fatturato in condizioni di invarianza del reddito. In altri termini, nel caso di  $AF > AF_{\min}$ , cui corrisponde  $\overline{IC} < \overline{IC}_{\max}$ , la crescita dei ricavi è accompagnata da un miglioramento del risultato d'esercizio; per  $AF < AF_{\min}$  e  $\overline{IC} > \overline{IC}_{\max}$ , la cre-



scita dei ricavi non è economicamente sostenibile, a condizione che sia fissato come obiettivo minimo il mantenimento della capacità economica iniziale e che l'azione di sviluppo non possa essere finanziata con aumenti del capitale<sup>23</sup>.

#### 4. L'equilibrio temporale tra fonti e impieghi

Data la composizione e la dinamica del fabbisogno finanziario, i processi evolutivi dell'impresa sono soggetti, in primo luogo, ad un vincolo finanziario di tipo quantitativo legato alla disponibilità di un appropriato volume di capitale in relazione alle strategie d'investimento che si ritiene di adottare; in secondo luogo, ad un duplice vincolo qualitativo riconducibile alle relazioni temporali tra fonti e impieghi e al *trade-off* tra debiti finanziari e mezzi propri che, tempo per tempo, contraddistingue, sul piano statico, il profilo finanziario dell'impresa.

Il costante allineamento temporale tra la scadenza e la rinegoziabilità del capitale attinto e il realizzo del capitale investito si qualifica come canone fondamentale della gestione finanziaria<sup>24</sup>.

Il rispetto di detto canone consente, infatti, una generale condizione d'equilibrio finanziario statico e, al contempo, costituisce il presupposto necessario, anche se non sempre sufficiente, al perseguimento dell'equilibrio finanziario dinamico. Ciò determina l'esigenza di un costante controllo della coerenza tra la struttura per scadenze del passivo e la struttura per scadenze dell'attivo.

Da questo punto di vista, ogni decisione d'investimento non è, dunque, vincolata alla sola esistenza di risorse di capitale quantitativamente adeguate, ma anche alla durata di tali risorse. In sostanza, il grado di liquidità degli impieghi deve indirizzare l'impresa verso finanziamenti appropriati dal punto di vista della esigibilità, in quanto il venire meno di tale coerenza temporale produce effetti negativi sull'andamento delle disponibilità liquide. Infatti, un'eccessiva rigidità degli impieghi rispetto alle fonti indebolisce la solvibilità finanziaria dell'impresa nei confronti dei finanziatori esterni: se il realizzo del capitale investito è previsto in periodi successivi al rimborso del capitale attinto, l'impresa rischia di non poter di-

<sup>23</sup> Il vincoli espressi dalle grandezze  $AF_{\min}$  e  $\overline{IC}_{\max}$  possono assumere diverse forme a seconda dell'obiettivo minimo, in termini di dinamica attesa del reddito, posto dal *management*. Rispetto a quanto proposto si possono avere livelli minori di  $AF_{\min}$  (quindi maggiori di  $\overline{IC}_{\max}$ ) se, ad esempio, il *management* ritiene fattibile, entro certi limiti, perseguire un'azione di sviluppo comportante nel periodo amministrativo successivo una riduzione del risultato d'esercizio, ma che si presume determinerà una crescita reddituale nel medio-lungo termine.

<sup>24</sup> Cfr. TAGI G., 1994, *Finanza aziendale*, Utet, Torino, p. 82.

sporre, al momento giusto, di liquidità sufficiente a rispettare le obbligazioni assunte con gli *stakeholders* finanziari e commerciali. L'effetto contrario si manifesta nell'ipotesi in cui le fonti siano troppo rigide rispetto agli impieghi: se i disinvestimenti anticipano i rimborsi si determinano eccessi di liquidità, forieri di perdite di capacità economica, essendo le disponibilità liquide componenti dell'attivo infruttifero (biglietti) o a bassissimo rendimento (conti correnti attivi). In particolare, le fonti durevoli, data la loro rigidità, non possono essere adeguate rapidamente alle improvvise oscillazioni del capitale circolante. Pertanto, al crescere della rigidità del passivo, a parità di altre condizioni, l'azienda tende a raccogliere, per motivi precauzionali, capitale più del necessario, favorendo in tal modo la creazione di sacche di liquidità<sup>25</sup>.

Spetta, dunque, alla direzione finanziaria realizzare analisi della struttura fonti-impieghi per verificare il rischio di potenziali crisi di liquidità da un lato e di perdite di redditività dall'altro.

Il perseguimento dell'equilibrio temporale tra le fonti e gli impieghi implica che i piani d'investimento e le correlate politiche di finanziamento siano modificabili nel tempo, in funzione delle mutevoli relazioni strutturali tra le componenti patrimoniali elastiche e quelle rigide. Dato, cioè, un iniziale piano fonti-impieghi, la direzione finanziaria deve ricomporre la dimensione delle passività a breve e delle fonti durevoli ogni qual volta componenti elastiche dell'attivo si trasformano in componenti rigide, o viceversa queste ultime mutano in investimenti rapidamente smobilizzabili. Allo stesso modo, variazioni del grado di esigibilità del passivo richiedono adeguamenti strutturali circa il ciclo finanziario dell'attivo.

## 5. La riclassificazione finanziaria e funzionale dello stato patrimoniale

Il controllo sull'equilibrio temporale tra le fonti e gli impieghi prende le mosse dalla riclassificazione dello stato patrimoniale secondo una logica finanziaria, in virtù della quale è possibile confrontare l'entità delle passività consolidate rispetto al capitale fisso (immobilizzazioni nette) e parallelamente la copertura del fabbisogno a breve operata tramite passività correnti.

In sostanza, la logica finanziaria prevede la scomposizione dello stato patrimoniale in quattro quadranti, così come riportato in tabella 1 ove le poste attive e

<sup>25</sup> Cfr. RENZI A., 2005, *op cit.*, pp. 64-65.

passive sono raggruppate rispettivamente secondo un criterio di liquidità ed esigibilità decrescente.

In sostanza, i quadranti *a* e *b* attengono alle componenti elastiche della struttura patrimoniale; mentre i quadranti *c* e *d* alle componenti rigide.

Per una migliore lettura dei dati patrimoniali occorre integrare la logica finanziaria con quella funzionale, mediante la quale il raggruppamento delle poste si base, da un lato, sulla distinzione tra attività operative e non operative, dall'altro sul collegamento tra valori patrimoniali e flussi economici (tabella 2).

Tabella 1 - Riclassificazione finanziaria delle poste patrimoniali

IMPIEGHI	FONTI
(a)	(b)
Liquidità immediata	Debiti fin. in c/c
Titoli a breve	Debiti finanziari a breve
Crediti comm. a breve	Debiti commerciali a breve
Altri crediti a breve	Altri debiti a breve
Ratei e risconti attivi	Ratei e risconti passivi
Rimanenze di magazzino	Fondi a breve
ATTIVO CORRENTE	PASSIVO CORRENTE
(c)	(d)
Immobilizzazione immateriali	Mezzi propri
Immobilizzazione materiali	Debiti durevoli
Immobilizzazione finanziarie	Fondi durevoli
IMMOBILIZZAZIONI NETTE	MEZZI CONSOLIDATI
$a + c = b + d$	

Segnatamente, questo secondo approccio di riclassificazione dei dati patrimoniali – che come vedremo assume particolare rilevanza nell'ambito dell'analisi finanziaria dinamica - consente di separare le poste attive e passive alimentate, tempo per tempo, dalla formazione di ricavi e costi<sup>26</sup>, dalle poste che in quanto strutturali - conseguenti cioè ad operazioni di finanziamento ed investimento - ri-

<sup>26</sup> Ad esempio, la vendita di un prodotto alimenta l'attivo corrente, in quanto il conseguente ricavo accresce la liquidità immediata se l'operazione è stata regolata in contanti, ovvero i crediti commerciali qualora l'impresa abbia concesso all'acquirente una dilazione. Specularmene, i costi d'acquisto di beni e servizi provocano la riduzione dell'attivo corrente nel caso di pagamento in contanti o l'incremento del passivo corrente nel caso di pagamenti differiti.

sultano indipendenti dagli elementi che concorrono a definire il reddito di periodo<sup>27</sup>.

Tabella 2 - Riclassificazione funzionale delle poste patrimoniali

IMPIEGHI	FONTI
(a)	(b)
a <sub>1</sub> ) ATTIVO OPERATIVO AUTOGENERATO: Liquidità immediata generata da ricavi vendite incassati Crediti commerciali generati da ricavi vendite non incassati Rimanenze di magazzino	b <sub>1</sub> ) PASSIVO OPERATIVO AUTOGENERATO : Debiti commerciali generati da costi di fornitura non pagati
a <sub>2</sub> ) ATTIVO NON OPERATIVO AUTOGENERATO: Liquidità immediata generata da ricavi finanziari e straordinari incassati Crediti generati da ricavi finanziari e straordinari non incassati	b <sub>2</sub> ) PASSIVO NON OPERATIVO AUTOGENERATO: Debiti generati da oneri finanziari e straordinari non pagati
	b <sub>3</sub> ) MEZZI PROPRI AUTOGENERATI: Accantonamento utili d'esercizio B <sub>4</sub> ) ACCANTONAMENTI A FONDI
ATTIVO AUTOGENERATO (a <sub>1</sub> + a <sub>2</sub> )	PASSIVO AUTOGENERATO (b <sub>1</sub> + b <sub>2</sub> + b <sub>3</sub> + b <sub>4</sub> )
(c)	(d)
c <sub>1</sub> ) ATTIVO STRUTTURALE TIPICO: Immobilizzazione immateriali tipiche Immobilizzazione materiali tipiche	d <sub>1</sub> ) FINANZIAMENTI STRUTTURALI CORRENTI: Debiti v/banche per sconto di effetti cambiari Debiti in conto corrente
c <sub>2</sub> ) ATTIVO STRUTTURALE ATIPICO Immobilizzazione immateriali atipiche Immobilizzazione materiali atipiche Immobilizzazione finanziarie e titoli a breve	d <sub>2</sub> ) FINANZIAMENTI STRUTTURALI NON CORRENTI: Debiti finanziari a lungo termine Capitale sociale
ATTIVO STRUTTURALE (c <sub>1</sub> + c <sub>2</sub> )	PASSIVO STRUTTURALE (c <sub>1</sub> + c <sub>2</sub> )
$a_1 + a_2 + c_1 + c_2 = b_1 + b_2 + b_3 + b_4 + d_1 + d_2$	

<sup>27</sup> Per approfondimenti sulle diverse modalità di rappresentazione dello stato patrimoniale ai fini dell'analisi finanziaria d'impresa si rimanda a COLOMBI F., DANIELI R., 2007, *Finanza condizionata e teoria del valore. Statica e dinamica finanziaria*, vol. 10, Aracne, Roma, pp. 19-26.

### 5.1. L'attivo corrente

Il quadrante *a* (attivo corrente o capitale circolante) della tabella 1 riguarda, essenzialmente, gli impieghi il cui realizzo è previsto nel corso dell'esercizio di riferimento<sup>28</sup>. In particolare, l'attivo corrente si compone di tre aree: l'area delle attività reali a fecondità semplice (scorte di magazzino); l'area della liquidità differita (attività finanziarie a breve non monetarie); l'area della liquidità immediata (attività finanziarie monetarie).

Le scorte di materie prime, semilavorati, e prodotti finiti rappresentano, generalmente, la componente meno liquida del circolante; il loro grado di realizzo è connesso alla dinamica reale del ciclo d'impresa, ossia ai tempi di approvvigionamento, produzione e distribuzione.

Nell'ambito di un'analisi temporale degli impieghi occorre considerare separatamente le scorte minime tecniche dalle scorte in surplus: le prime si legano in modo permanente alla vita dell'azienda, poiché individuano il livello minimo di magazzino necessario ad assicurare continuità al processo produttivo; le seconde rappresentano eccedenze di magazzino. Tali eccedenze si distinguono a loro volta in scorte di sicurezza - detenute per salvaguardare la possibilità di sfruttare adeguatamente incrementi inaspettati della domanda e/o per mitigare il rischio di interruzione della produzione connessa a fattori tecnici - e in scorte speculative che consentono di ottenere vantaggi nel caso di fluttuazione dei prezzi dei beni di fornitura e dei prodotti finiti<sup>29</sup>.

Le scorte in surplus, tuttavia, essendo foriere di costi aggiunti, determinano scompensi dal punto di vista sia economico che finanziario. Pertanto, nella gestione del magazzino, il *management* deve ottemperare a due esigenze tra loro in contrasto: la possibilità di disporre, per ragioni di sicurezza e/o speculative, di un volume di *input* a fecondità semplice superiore alle esigenze operativa del momento; la minimizzazione dei costi dovuti al deperimento fisico e alla obsolescenza dei beni mantenuti in magazzino<sup>30</sup>. In generale, appare complesso stabilire a quale di

<sup>28</sup> Si considerano come circolante anche quelle componenti dell'attivo, originariamente facenti parte del capitale fisso, che sono prossime al realizzo mediante operazioni straordinarie. Ad esempio, un ramo d'azienda che verrà venduto nell'arco dell'esercizio si qualifica come attività circolante, anche se di natura atipica.

<sup>29</sup> Se, ad esempio, si presume un incremento dei prezzi delle materie prime, l'azienda tenderà ad aumentare il magazzino prima del verificarsi di tale evento, generando così una momentanea crescita del circolante, indipendente rispetto ai volumi di produzione. La creazione di eccedenze di magazzino aumenta l'elasticità dell'attivo, in quanto l'eventuale successivo realizzo delle scorte in surplus non danneggia il ciclo produttivo. Cfr. RENZI A., 2005, *op cit.*, pp. 52-53.

<sup>30</sup> Sul tema dei costi connessi alle scorte in surplus si rimanda a ADRIANO A., 2005., *Produzione e logistica*, ed. 15, Franco Angeli, Milano, pp. 60-69.

queste due esigenze contrapposte il *management* debba prestare maggiore attenzione, se non si tiene conto del settore di appartenenza dell'azienda, nonché delle sue peculiarità produttive e commerciali. Infatti, la scelta di minimizzare i costi di magazzino, oppure di operare con elevate quantità di scorte in surplus, è condizionata fortemente da almeno quattro fattori: il processo produttivo utilizzato dall'azienda; le caratteristiche del prodotto finito; l'andamento della domanda; i canali distributivi<sup>31</sup>.

La componente più significativa della liquidità differita è, solitamente, rappresentata dai crediti commerciali che possono essere considerati come attività finanziarie tipiche. Da un lato, cioè, i crediti commerciali rappresentano finanziamenti accordati alla clientela, dall'altro, sono parte integrante della gestione caratteristica.

In generale, al crescere delle dilazioni di pagamento concesse alla clientela si riscontrano effetti diretti sul fatturato, e sul profilo di rischio dell'intera gestione, ed indiretti sul ciclo monetario. Dal punto di vista economico, infatti, i crediti commerciali costituiscono una leva concorrenziale da inserire all'interno del *marketing mix*. Tuttavia, trattandosi di finanziamenti, includono il rischio di credito foriero di maggiore incertezza circa i flussi reddituali e monetari attesi. L'allungamento delle scadenze dei crediti in oggetto favorisce, cioè, crescite di natura commerciale causando al contempo maggiori probabilità di perdite inattese. Dal punto di vista finanziario, la consistenza dei crediti è vincolata alla possibilità dell'impresa di reperire adeguate risorse di capitale. A tal proposito occorre rilevare che gli effetti degli aumenti dei crediti in oggetto sulla struttura patrimoniale sono più che proporzionali rispetto all'allungamento dei tempi di dilazione. In altri termini, una politica del credito espansiva provoca variazioni del circolante non monetario maggiori rispetto ad un effetto immediato di tipo diretto. Infatti, essendo la consistenza dei crediti pari al prodotto tra le dilazioni medie concesse, espresse in giorni, e il fatturato ponderato ai giorni del periodo amministrativo di riferimento<sup>32</sup>, e sussistendo, inoltre, una sensibilità positiva del fatturato ai crediti, ad ogni incremento di questi ultimi si determina una crescita dei ricavi tipici e conseguentemente un'ulteriore espansione dei crediti commerciali. Tale relazione, più che proporzionale tra la variazione delle dilazioni e l'andamento del circolante, viene ulteriormente amplificata dalle sinergie esistenti tra le scorte e il fattura-

<sup>31</sup> Cfr. SALA A., 1999, *Le decisioni finanziarie a breve termine*, AAVV, 1999, *Finanza d'impresa*, Guerini e Associati, Roma, p. 88.

<sup>32</sup> Consistenza annuale dei crediti = (fatturato / 360 gg) x dilazioni medie gg.

to: ad incrementi delle vendite segue una crescita dei volumi di produzione e conseguentemente del magazzino<sup>33</sup>.

Le rimanenze di magazzino, i crediti commerciali e le altre attività finanziarie non monetarie conferiscono elasticità monetaria alla gestione, poiché si tratta di forme d'investimento che in tempi brevi possono essere trasformate in disponibilità liquide. Queste ultime rappresentano la componente monetaria dell'attivo, ossia le risorse immediatamente utilizzabili a fronte di nuovi impieghi o di rimborsi del capitale raccolto. Come verrà meglio argomentato nel presente lavoro, la consistenza delle risorse monetarie varia, tempo per tempo, in relazione inversa rispetto all'andamento, del magazzino, della liquidità differita e del capitale fisso.

Pertanto, la liquidità immediata – costituita come già evidenziato da poste a rendimento nullo (biglietti) o, comunque, molto basso (i conti correnti attivi) – causa un costo opportunità, nel senso che gli incrementi delle disponibilità immediatamente spendibili riducono, a parità di fonti di finanziamento, gli impieghi non monetari con la conseguente perdita di redditività dell'attivo.

Tale costo opportunità non può essere del tutto eliminato, essendo indispensabile per ogni impresa disporre costantemente di risorse liquide per dar luogo ai pagamenti necessari all'attività aziendale: la dimensione e i movimenti delle disponibilità liquide sono riconducibili alla gestione di tesoreria, ossia sono funzionali al rispetto degli obblighi finanziari assunti dall'impresa<sup>34</sup>.

Per le aziende in grado di programmare i flussi monetari è possibile, tuttavia, minimizzare la consistenza delle disponibilità mediante un processo di coordinamento, quantitativo e temporale, tra gli incassi e i pagamenti.

Il perseguimento dell'equilibrio tra i flussi e i deflussi monetari, oltre a dipendere dalla propensione a programmare i tempi di realizzo degli impieghi, unitamente ai tempi di rimborso delle fonti, è fortemente condizionato da vincoli finanziari di natura esogena, riconducibili al grado di discrezionalità di cui gode l'azienda in merito alle decisioni di allocazione e di raccolta del capitale<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr DALLOCCHIO M., 1995, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano 582.

<sup>34</sup> Cfr. MONTI E., 1998, *Manuale di finanza per l'impresa-Teoria e pratica*, Utet, Torino.

<sup>35</sup> Se, ad esempio, le imprese concorrenti concedono alla clientela determinate dilazioni di pagamento, la sincronia tra entrate ed uscite e il parallelo mantenimento della quota di mercato, dipendono dalla possibilità di ottenere finanziamenti adeguati alla copertura del fabbisogno connesso alla concessione di crediti commerciali di entità e durata in linea con le politiche creditizie praticate nel settore di riferimento.

## 5.2. Le immobilizzazioni nette

Le immobilizzazioni nette (o capitale fisso), si articola in immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie: fanno parte delle prime tutti i beni reali tangibili detenuti dall'azienda come i terreni, i fabbricati, i macchinari, gli impianti, i mobili da ufficio; la componente immateriale del capitale fisso è costituita da beni reali intangibili come i brevetti, i marchi, l'avviamento; le immobilizzazioni finanziarie rappresentano finanziamenti che l'azienda ha accordato nel medio e lungo termine acquistando, senza fini speculativi, titoli azionari<sup>36</sup> e concedendo crediti durevoli, normalmente a favore di società collegate e controllate.

Il capitale fisso può anche essere definito come capitale indisponibile nel senso che include gli elementi dell'attivo che nel periodo considerato mantengono l'iniziale funzione economica di impieghi in attesa di realizzo.<sup>37</sup>

Gli investimenti in immobilizzazioni scaturiscono, prevalentemente, dalla sostituzione d'impieghi durevoli, da miglioramenti di natura tecnologica del processo produttivo e da strategie di incremento della capacità produttiva e del patrimonio di conoscenze. Di conseguenza, a parità di rettifiche contabili, di finanziamenti concessi nel medio e lungo termine e di disinvestimenti, le fluttuazioni degli investimenti caratterizzati da rigidità finanziaria, vanno ricollegate alla natura del processo produttivo - ossia alla vita economica e fisica dei beni che, direttamente o indirettamente, determinano la qualità e la quantità della produzione - e alla accumulazione di capitale intellettuale tramite l'implementazione di progetti in R&S e/o l'acquisizione di nuova conoscenza prodotta da soggetti esterni.

Su un piano più generale le decisioni concernenti il quadrante c dello stato patrimoniale generano forte discontinuità a livello strutturale, ossia conseguono a trasformazioni strutturali che a, seconda dei casi, possono essere dettate dall'obiettivo di perseguire processi di crescita oppure di ridimensionamento delle capacità interne. Lo sviluppo dimensionale degli investimenti rigidi, da una parte, è accompagnato dall'esigenza di reperire capitale di sviluppo, dall'altra, implica un effetto incrementativo dei costi di struttura. Di converso, le politiche di riduzione delle immobilizzazioni allentano i vincoli finanziari di medio e lungo termine e, parallelamente, il peso dei costi di struttura sui costi totali. Dette politiche - adottate, in generale, per accrescere l'efficienza interna - possono scaturire da di-

---

<sup>36</sup> I titoli azionari, così come le obbligazioni a lungo termine, rappresentano immobilizzazioni finanziarie quando il loro acquisto è dettato da ragioni strategiche ed industriali, come ad esempio la decisione di partecipare al capitale di un'impresa al fine di rafforzare la relazione di *partnership* con la stessa.

<sup>37</sup> Cfr. FERRERO G., 1984, *Il controllo finanziario nelle imprese. Strumenti del controllo di sintesi*, Giuffrè, Milano, p. 56.



versi fenomeni quali: lo sfruttamento di una nuova tecnologia che consente di ridurre la relazione tra input fissi e livelli di *output* necessari a soddisfare il mercato; una condizione di crisi economica dell'impresa che impone un ridimensionamento delle capacità interne; la difficoltà a reperire il capitale occorrente a favorire lo sviluppo strutturale.

In ogni caso, la dimensione assunta, tempo per tempo, dalle immobilizzazioni nette si ripercuote sulla dimensione del circolante, in virtù della dipendenza degli investimenti correnti rispetto al capitale fisso<sup>38</sup>. Ciò implica che l'analisi ex ante ed ex post in merito agli effetti finanziari durevoli di determinate decisioni strategiche - foriere di discontinuità strutturale sia in termini reali che finanziari - va operata tenendo conto delle conseguenze che queste producono sulle coordinazioni finanziarie di breve periodo.

### 5.3. *Il passivo corrente*

Il passivo corrente esprime le fonti elastiche ed è, quindi, speculare all'attivo circolante, nel senso che include strumenti per la creazione di risorse finanziarie da porre a copertura del fabbisogno per elasticità di cassa e di breve periodo.

Si tratta di debiti che scadono entro l'anno, ad eccezione delle utilizzazioni di fido in c/c che scaturiscono da aperture di credito concesse dalla banca, il cui orizzonte temporale è, normalmente, indefinito. Questa forma di finanziamento va in ogni caso considerata di breve termine, in quanto da un lato il suo utilizzo scaturisce da variazioni inattese del fabbisogno per elasticità di cassa, dall'altro, la banca può in qualsiasi momento richiedere il rientro del fido utilizzato. Per cui i conto correnti passivi, pur legandosi per lunghi periodi alla vita dell'impresa, rientrano tra le fonti elastiche poiché la loro consistenza varia in funzione di operazioni a vista.

Una parte dei debiti a breve interagisce direttamente con il ciclo sia produttivo che commerciale dell'impresa. L'acquisizione dei fattori produttivi da un lato e la concessione di crediti commerciali dall'altro, richiede la formazione di flussi finanziari realizzabili attraverso operazioni correnti, come ad esempio i debiti di fornitura e il realizzo anticipato degli effetti cambiari.

In generale, tali operazioni si riflettono direttamente sulla capacità dell'azienda di concedere adeguate dilazioni di pagamento alla clientela e sulla possibilità di

---

<sup>38</sup> Ad esempio, in presenza di una quota di mercato crescente l'impresa potrebbe assumere la decisione di aumentare la capacità produttiva mediante lo sviluppo di un determinato stabilimento industriale. In tale ipotesi è lecito supporre una crescita dell'attivo superiore ai nuovi investimenti in immobilizzazioni, in quanto alla maggiore capacità produttiva dovranno corrispondere maggiori scorte, crediti, ecc.

incrementare in tempi brevi l'entità delle scorte, in corrispondenza di incrementi della produzione.

Da quanto brevemente descritto circa l'indebitamento a breve, si evince che tale aggregato del passivo si compone di quantità eterogenee in relazione al contributo da queste offerte al finanziamento della gestione corrente<sup>39</sup>.

#### **5.4. I mezzi consolidati**

I mezzi consolidati rappresentano strumenti di copertura dei processi di sviluppo durevoli.

La loro entità complessiva dipende in parte dalla capacità di reddito che si riflette sul patrimonio netto, in parte dalla fiducia che l'azienda riscuote, nel lungo periodo, dai finanziatori esterni. Le decisioni relative al capitale di rischio e ai debiti consolidati sono, dunque, da ricollegare alla componente rigida del fabbisogno finanziario, alla capacità potenziale dell'impresa di generare ricchezza nel lungo termine e al livello di efficienza del sistema finanziario.

L'indebitamento di medio e lungo termine si articola in tre principali categorie di capitale di credito: i mutui bancari, i prestiti obbligazionari pluriennali e i finanziamenti ottenuti da società collegate. Caratteristica comune a dette forme di indebitamento è il fatto che le modalità di rimborso dello capitale, concesso in un'unica soluzione, sono rigidamente predeterminate mediante un piano di ammortamento pluriennale, prima della concessione del finanziamento.

La consistenza dei mezzi propri, pari al divario tra investimenti e debiti, dipende dagli apporti diretti di capitale di rischio e dai flussi reddituali prodotti dalla gestione economica. In particolare:

$$MP = I - D = R - C + CS + r$$

dove:

R = totale ricavi;

C = totale costi

CS = capitale sociale

r = riserve generate da utili capitalizzati.

La formazione di mezzi propri può essere rappresentata, in modo dinamico, evidenziando il ciclo economico-finanziario dell'impresa che si estrinseca attraverso

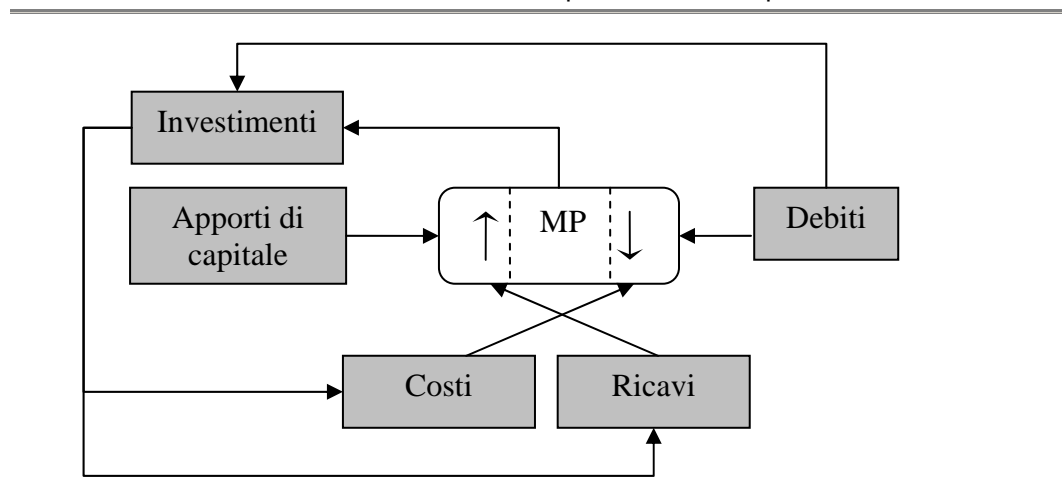
---

<sup>39</sup> Cfr. GIOVANNINI P., 1985, "La programmazione e il controllo finanziario nella azienda di produzione nelle sue variabili funzioni", In *Rivista Italiana di Ragioneria e Economia Aziendale*, p. 99.

so il combinarsi di movimenti strutturali ed autogenerati: a monte del ciclo finanziario, gli apporti di capitale e l'acquisizione di debiti finanziari si qualificano come flussi strutturali (flussi che non hanno contropartita nel conto economico) che agiscono, rispettivamente, in modo positivo e negativo sulla dimensione dei mezzi propri; dagli investimenti posti in essere scaturisce il divario tra i ricavi e i costi che, se positivo, determina una crescita autogenerata di patrimonio netto (figura 7).

Figura 7 - La dinamica dei mezzi propri

Fonte: Renzi A., 2005, Criteri di analisi finanziaria nell'economia d'impresa. Flussi finanziari, mercato e valore, Giapicchelli, Torino, p. 28.



Nell'ottica dell'azionista, i mezzi propri si qualificano come valore contabile del capitale di rischio, che dipende, tempo per tempo, in parte da una grandezza stock, ossia dal divario tra capitale impiegato e debiti, in parte da una grandezza flusso, ossia dalla distribuzione dei dividendi. La crescita degli investimenti aumenta, a parità di debiti, il valore stock, la quota parte, cioè, di mezzi propri spettante a ciascun azionista; nel momento in cui le nuove attività sono autofinanziate, all'incremento dello stock di mezzi propri corrisponde una minore condivisione del reddito da parte della proprietà, rispetto all'ipotesi di distribuzione totale dello stesso. Nel caso di capitalizzazione di tutto l'utile generato, il valore contabile per l'azionista si presenta, naturalmente, solo nella forma di grandezza stock.

## 7. L'attivo corrente netto

L'attivo corrente netto (ACN) rappresenta un tipico margine patrimoniale atto a verificare la qualità della gestione del circolante e gli effetti che sulle componenti dello stesso sono esercitati dalla consistenza delle poste patrimoniali di medio e lungo periodo.

L'ACN è misurato dalla differenza tra l'attivo corrente (AC) e il passivo corrente (PC):

$$ACN = AC - PC = (S + C_b + T_b + L) - (D_b + D_{c/c} + F_b) \quad [4]$$

dove:

$S$  = scorte;

$C_b$  = crediti a breve;

$T_b$  = titoli a breve;

$L$  = liquidità immediata;

$D_b$  = debiti a breve;

$D_{c/c}$  = debiti in c/c;

$F_b$  = fondi a breve.

Il divario AC-PC corrisponde alla differenza tra i mezzi consolidati e le immobilizzazioni nette. Infatti, una volta riclassificato lo stato patrimoniale in base al profilo temporale delle poste in esso contenute, il vincolo di bilancio può essere formalizzato come:

$$AC + IN = PC + MCO$$

da cui si ottiene:

$$ACN = MCO - IN = MP + D_L + F_L - IN \quad [4.bis]$$

dove:

$D_L$  = debiti durevoli;

$F_L$  = fondi durevoli;

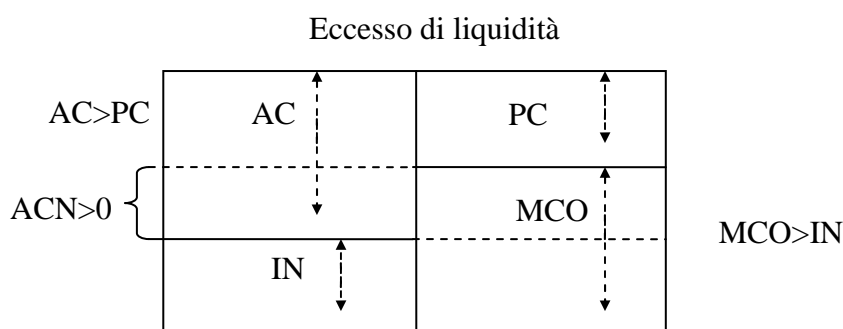
$MCO = MP + D_L + F_L$  = mezzi consolidati.

Un  $ACN > 0$  evidenzia un avanzo di disponibilità, ossia indica la capacità dell'azienda di coprire l'indebitamento a breve e in conto corrente, mediante la li-

quidità immediata e il realizzo della liquidità differita; avanzo di disponibilità accompagnato dall'eccedenza dei mezzi consolidati rispetto alle immobilizzazioni nette (figura 8).

Ciò non significa che l'impresa debba porsi come obiettivo la massimizzazione dell'ACN. Dalle relazioni proposte emerge, infatti, che al crescere del divario AC-PC si riduce, a parità di altre condizioni, la consistenza dell'attivo immobilizzato, con ciò che ne consegue in termini di capacità industriale e dinamica economico-finanziaria.

Figura 8 - Composizione della struttura patrimoniale con  $ACN > 0$



Segnatamente, l'ipotesi di sovradimensionamento può derivare principalmente da:

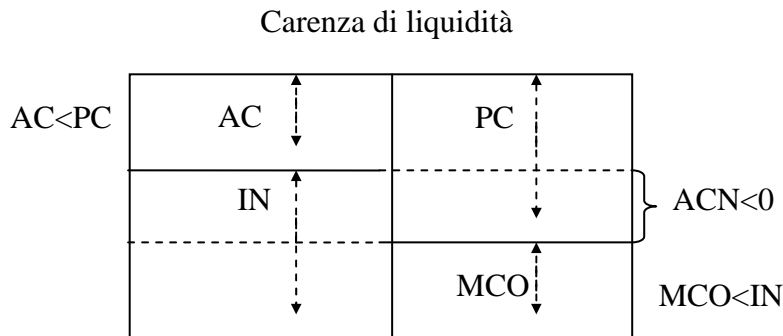
- crisi industriali che inducono l'impresa a smobilizzare quote dell'attivo immobilizzato. Tale ipotesi si manifesta, generalmente, in archi temporali brevi, in ragione del fatto che la perdita di redditività connessa a una crisi industriale produce nel tempo assorbimento di ACN;
- scarse opportunità 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.

In ogni caso valori molto elevati dell'ACN segnalano uno squilibrio finanziario per eccesso di liquidità da cui derivano, come già evidenziato, effetti negativi sulla formazione del reddito.

Nell'ipotesi, invece, di  $ACN < 0$ , si determina uno squilibrio per carenza di liquidità, in quanto le attività correnti sono insufficienti alla copertura dei debiti prossimi alla scadenza. Ciò accade quando una parte di questi ultimi è stata utilizzata per finanziare investimenti a fecondità ripetuta. (figura 9).

Se tale condizione permane nel medio-lungo periodo emerge una forte fragilità dell'impresa dovuta alla patologica incapacità della stessa di far fronte agli impegni finanziari assunti<sup>40</sup>.

Figura 9 - Composizione della struttura patrimoniale con  $ACN < 0$



Detta fragilità può derivare da:

- *incapacità di alimentare l'ACN con la formazione di avanzzi economici;*
- *sottostima della domanda attesa con conseguenti errori nella pianificazione finanziaria che hanno spinto l'impresa a finanziarie parte del fabbisogno di capitali dovuto all'attivo immobilizzato con passività correnti;*
- *difficoltà per l'impresa a reperire finanziamenti durevoli.*

Infine, un  $ACN=0$  esprime un perfetto equilibrio temporale tra fonti e impieghi (figura 10). Tale equilibrio rappresenta un'ipotesi ideale verso cui tendere al fine di evitare conseguenze negative connesse ad un eccesso di liquidità ( $ACN > 0$ ) e quelle relative a potenziali crisi di tesoreria ( $ACN < 0$ ). Tuttavia, per ragioni prudenziali legate al rischio di irrigidimento di poste originariamente elastiche – si pensi ad esempio a crediti commerciali non riscossi nei tempi previsti che di fatto allungano la scadenza media dell'attivo – nelle condizioni reali l'equilibrio finanziario statico può dirsi raggiunto allorquando l'ACN sia mantenuto al di sopra al

<sup>40</sup> CAVAZZONI G., 1992, *Il controllo di gestione*, Giappichelli, Torino.

di una certa soglia da assumere, tempo per tempo, come obiettivo costante, ossia come margine di sicurezza rispetto alla volatilità delle poste correnti.

Figura 10 - Composizione della struttura patrimoniale con  $ACN = 0$

---

Equilibrio statico	
ACN=0	AC
	PC
	IN
	MCO

---

Posto, cioè, che lo squilibrio connesso a  $ACN < 0$  tende ad impattare negativamente sull'impresa in misura maggiore di quello dovuto a  $ACN > 0$ , occorre individuare un divario minimo tra AC e PC che consenta di fronteggiare potenziali riduzioni del circolante e/o aumenti delle passività correnti, ma che al contempo non sia foriero di eccessive sacche di liquidità.

Una volta individuato un certo margine di sicurezza ( $\mu$ ), l'analisi della condizione di equilibrio finanziario statico può essere riconsiderata in base alle seguenti tre fattispecie:

*a) Spreco di risorse finanziarie*  
 $0 < ACN > \mu$

*b) Equilibrio prudentiale*  
 $0 < ACN = \mu$

*c) Equilibrio non prudentiale*  
 $0 = ACN < \mu$

Naturalmente, sul piano teorico la fattispecie *b)* individua l'ipotesi migliore, ossia la minimizzazione dell'ACN entro il limite di un'adeguata copertura rispetto alla variabilità delle grandezze in giuoco. Il margine  $\mu$  si qualifica come misura relativa suscettibile di mutare nello spazio e nel tempo, quindi, non determinabile

aprioristicamente ed universalmente, giacché dipende da un insieme di fattori, quali lo stato evolutivo dell'impresa, le caratteristiche e le dinamiche del settore d'appartenenza, le relazioni contrattuali con i fornitori e i cliente<sup>41</sup>.

### 6.1. Attivo corrente netto prudenziale e ricavi

L'ACN può anche essere espresso in ragione dei ricavi (R). In particolare, essendo

$$R \cdot (IC_{AC} + IC_{IN}) = MCO + PC$$

si ha:

$$ACN = R \cdot IC_{AC} - PC = MCO - R \cdot IC_{IN}$$

$IC_{AC}$  e  $IC_{IN}$  indicano rispettivamente l'intensità di capitale dell'attivo corrente ( $AC/R$ ) e delle immobilizzazioni nette ( $IN/R$ ).

Per cui, la condizione d'equilibrio prudenziale ( $ACN = \mu$ ) richiede:

$$R \cdot IC_{AC} = \mu + PC; \quad \mu + R \cdot IC_{IN} = MCO$$

da cui deriva

$$R' = \frac{\mu + PC}{IC_{AC}} = \frac{MCO - \mu}{IC_{IN}} \quad [5]$$

In sostanza, la grandezza  $R'$  identifica il livello di ricavi che – in virtù di un certo livello d'intensità di capitale di breve e lungo periodo – assicura un ottimale dimensione dell'ACN.

La [5] può essere interpretata in termini sia industriali che finanziari. Sul piano industriale emerge che la possibilità di operare con  $R = R'$ , quindi di ottimizzare l'ACN, è condizionata, a parità di  $R$ ,  $IC_{AC}$ , e  $MCO$ , soprattutto, dall'efficienza tecnico-operativa dei beni strumentali durevoli e della manodopera. Sul piano finanziario, il rispetto della [5] passa attraverso politiche del passivo atte a persegui-

---

<sup>41</sup> Cfr. FANNI M., 2000, *op cit.*, p. 27.



re livelli ottimali dei mezzi propri e delle altre grandezze che compongono la voce MCO.

L'esplicitazione della grandezza  $IC_{AC}$  consente, inoltre, di evidenziare come in talune circostanze l'ACN offra indicazioni forvianti. Non sempre, infatti, a valori elevati di ACN corrisponde un altrettanto elevato avanzo di disponibilità. Ragionando in termini dinamici, se il divario tra attivo corrente e passivo corrente aumentasse per effetto di un minor tasso di rotazione delle scorte e/o dei crediti <sup>42</sup> si determinerebbe una situazione contraddittoria in virtù di una crescita di ACN accompagnata da maggiore rigidità delle struttura fonti-impieghi.

## 7. Il margine di tesoreria e il margine di struttura

L'analisi dell'ACN viene generalmente integrata mediante il calcolo di due ulteriori margini, ossia il margine di tesoreria (MT) e quello di struttura (MS).

Con il margine di tesoreria (MT) l'adeguatezza delle fonti a breve è misurata decurtando dall'attivo circolante le scorte di magazzino:

$$MT = ACN - S \quad [6]$$

L'opportunità di calcolare il margine di tesoreria dipende dal grado di immobilizzo delle scorte. Se la trasformazione degli *input* in *output* si realizza nel medio e lungo termine, o se occorrono tempi lunghi per la distribuzione dei prodotti finiti, la rigidità delle scorte risulta essere eccessiva rispetto all'elasticità delle passività correnti.

In ogni caso, valori permanentemente negativi del margine in questione evidenziano potenziali crisi di liquidità; mentre, brevi eccedenze delle passività correnti rispetto all'attivo circolante (considerato al netto delle scorte) esprimono modeste tensioni nella gestione monetaria, non sufficienti a compromettere la solvibilità aziendale.

Il margine di struttura è misurato dallo scarto tra il patrimonio netto e le immobilizzazioni nette (IN):

$$MS = MP - IN = ACN - (D_L + F_L) \quad [7]$$

---

<sup>42</sup> Tasso di rotazione delle scorte =  $R / S$ ; tasso di rotazione dei crediti =  $R / C$ .

Al crescere di tale grandezza l'azienda acquisisce una maggiore capacità di assorbimento del rischio di perdite inattese e quindi una maggiore discrezionalità per quanto concerne le strategie d'investimento: l'eccedenza dei mezzi propri rispetto al capitale fisso protegge il valore delle immobilizzazioni da possibili minusvalenze, attenuando, conseguentemente, i vincoli di contenimento dei rischi relativi agli impieghi durevoli.

## 8. Dall'analisi finanziaria statica alla analisi finanziaria dinamica

Nella realtà aziendale i fondi patrimoniali mutano continuamente per effetto di operazioni ordinarie e straordinarie. Ne consegue che dal bilancio di fine esercizio si ottengono informazioni parziali circa la qualità della gestione finanziaria, essendo i dati in esso contenuti riferiti ad una certa data e quindi incapaci di evidenziare i rapporti di causa-effetto esistenti tra l'entità degli *stock* patrimoniali e l'attività d'impresa che si realizza senza soluzione di continuità. In ragione di ciò la teoria e la pratica aziendale hanno sviluppato diversi modelli per interpretare in modo schematico i cambiamenti che, tempo per tempo, investono la struttura patrimoniale.

Il principale strumento di analisi che consente l'osservazione, storica o prospettica, del ciclo finanziario nel suo divenire è il rendiconto finanziario, nel quale vengono riportati i movimenti, in aumento e in diminuzione, dei fondi patrimoniali. In particolare, il rendiconto finanziario si configura come un prospetto dinamico delle fonti e degli impieghi che spiega perché l'entità di determinati fondi è mutata nel periodo considerato<sup>43</sup>.

Dal punto di vista contabile si verifica un flusso di fondi ogni qual volta il valore finale di questi ultimi diverge da quello iniziale. Per un'analisi delle variazioni grezze dei fondi è sufficiente, quindi, calcolare gli scarti tra i valori di due stati patrimoniali. Le variazioni grezze offrono, però, indicazioni poco significative in quanto scaturiscono dal combinarsi di flussi di natura sia finanziaria sia contabile.

In termini, invece, strettamente finanziari i flussi di fondi rilevanti attengono a quelle variazioni patrimoniali foriere di oscillazioni delle risorse monetarie, o più in generale delle poste ad elevato contenuto di liquidità. Ciò presuppone la depurazione dai dati di bilancio di elementi rettificativi che non producono conseguenze finanziarie.

---

<sup>43</sup> CODA V., 1994, *Il rendiconto finanziario*, in AAVV, 1994, *Analisi, previsioni, simulazioni, economico-finanziarie d'impresa*, Estalibri, Milano, pag. 73.

Per cui il rendiconto finanziario, inteso in senso stretto, si differenzia nettamente da una semplice rendicontazione dei movimenti delle voci di bilancio, in quanto l'obiettivo di tale strumento è la verifica, quantitativa e qualitativa, dei flussi patrimoniali finanziariamente rilevanti.

La sua configurazione è variabile poiché dipende dall'ampiezza data, di volta in volta, al concetto di risorsa finanziaria. Di conseguenza risulta complesso attribuire una definizione univoca al rendiconto finanziario.

Se per risorse finanziarie si intendono esclusivamente le disponibilità liquide immediatamente spendibili, l'azienda dispone di tali risorse nel limite della somma tra i c/c attivi e i contanti, considerata al netto degli scoperti di c/c e al lordo dei fidi non utilizzati. In questo caso l'analisi finanziaria dinamica si sostanzia nell'individuazione delle cause che hanno originato incrementi o riduzioni delle disponibilità monetarie di bilancio, nonché delle risorse liquide extrabilancio.

Se, invece, il concetto di risorsa finanziaria è riferito, non solo alla consistenza della liquidità effettiva, ma a tutti gli investimenti circolanti, il rendiconto totale scaturisce dall'analisi dei movimenti monetari combinata con l'analisi delle variazioni delle altre componenti dell'ACN.

## 9. I flussi di attivo corrente netto

La dinamica del capitale circolante netto agisce in modo decisivo sull'equilibrio finanziario dell'impresa.

Dalle variazioni del circolante, combinate con quelle delle passività correnti, scaturisce, infatti, la capacità dell'impresa di rispettare gli impegni prossimi alla scadenza, mediante il bilanciamento tra i flussi in entrata e quelli in uscita.

Il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto evidenzia i fatti di gestione che hanno determinato variazioni dell'assetto finanziario, soddisfacendo l'esigenza conoscitiva di coloro che intendano analizzare come risorsa finanziaria rilevante l'entità dei fondi a breve.

Tale approccio all'analisi per flussi prevede, quindi, lo studio delle variazioni delle componenti dell'attivo elastico depurate dall'andamento delle passività correnti.

I flussi circolanti netti possono essere indagati con un procedimento endogeno, volto ad evidenziare le variazioni delle poste patrimoniali a breve, ovvero con un procedimento esogeno, in virtù del quale è possibile verificare come i mutamenti intervenuti nelle aree rigide della struttura patrimoniale si riflettono sulla gestione corrente. Nella prima ipotesi si analizzano le variazioni delle poste endogene ri-

petto alle componenti patrimoniali elastiche; nel secondo caso vengono prese in considerazione variazioni esogene rispetto alle grandezze che formano il capitale circolante netto.

Seguendo il criterio endogeno di rappresentazione dei flussi, il rendiconto del capitale circolante netto può essere così esplicitato:

$$\Delta ACN = \Delta AC - \Delta PC$$

Mediante l'analisi dei flussi esogeni, le variazioni del capitale circolante netto si ottengono contrapponendo ai flussi generati dalle operazioni durevoli di raccolta i deflussi conseguenti ad investimenti a fecondità ripetuta. Stante il vincolo di bilancio, infatti, l'andamento del divario tra le fonti rigide e il capitale fisso corrisponde alla variazione delle attività correnti, depurata dalla variazione dell'indebitamento a breve: l'accensione di nuove passività caratterizzate da tempi lunghi di rimborso provoca, a parità di debiti a breve e di capitale fisso, liquidità aggiuntiva e/o incrementi del circolante non monetario; di contro, a parità di fonti rigide e di impieghi elastici, gli incrementi delle immobilizzazioni vengono compensati da nuove passività correnti. Per cui, con l'analisi dei flussi esogeni viene posto l'accento sulle relazioni esistenti tra le decisioni finanziarie di lungo termine, legate prevalentemente a processi di sviluppo dell'azienda, ovvero a ridimensionamenti della stessa, e la formazione dei saldi finanziari di periodo:

$$\Delta ACN = \Delta MCO - \Delta IN$$

Per evidenziare in modo più compiuto la natura dei flussi finanziari occorre eliminare dalla base di calcolo quei flussi patrimoniali originati da rettifiche contabili, rettifiche che non si riflettono sulla consistenza finale del capitale circolante netto. Ipotizzando che nel periodo considerato le immobilizzazioni nette passino da 400 a 520, supposti ammortamenti di periodo pari a 30, il deflusso di ACN (a fronte di una variazione grezza di 120) connesso a nuovi investimenti durevoli ammonta a 150, essendo il valore netto finale (520) pari al valore iniziale (400) ridotto delle svalutazioni (30) ed aumentato dalla costituzione di nuovi capitali permanenti. Allo stesso le eventuali rivalutazioni contabili delle immobilizzazioni vanno considerate con segno negativo al fine stimare l'effetto finanziario dovuto decisioni concernenti investimenti a fecondità ripetuto. In sintesi si ha:

$$NI = \Delta IN + A - RIV_{IN}$$

dove:

A = ammortamenti delle immobilizzazioni;

RIV<sub>IN</sub> = rivalutazioni delle immobilizzazioni.

Tale processo di neutralizzazione delle variazioni di natura contabile è necessario al fine anche di valutare l'effettivo contributo del reddito alla formazione del flusso  $\Delta$ ACN.

L'andamento economico agisce direttamente sul valore del patrimonio netto e, quindi, sulla consistenza del saldo tra attività a breve e passività correnti.

I flussi di reddito rilevanti rispetto alle variazioni dell'ACN sono quelli aventi natura finanziaria, ai quali corrispondono cioè effettivi flussi o deflussi delle poste patrimoniali a breve. In particolare, l'utile avente rilevanza finanziaria ( $U_F$ ) è pari all'utile (o alla perdita) rettificato positivamente dai costi contabili – come gli ammortamenti e l'incremento dei fondi durevoli ( $F_L$ ) – che non si traducono in riduzioni del ACN, e negativamente dai ricavi, ai quali non corrispondono incrementi di ACN: i primi scaturiscono da operazioni di svalutazione dell'attivo (con esclusione di quelle riferite all'attivo circolante) e di rivalutazione del passivo (con esclusione di quelle riferite alle passività correnti); i secondi derivano dalle rivalutazioni contabili del capitale fisso e dalla svalutazioni del passivo durevole:

$$U_F = RN + A + \Delta F_L - RIV_{IN} \quad [8]$$

dove:

RN = reddito netto

La [8] misura il c.d. autofinanziamento improprio, ossia l'autofinanziamento proprio – che in assenza di dividendi corrisponde a RN - corretto da una componente integrativa ( $A + \Delta F_L - RIV_{IN}$ )<sup>44</sup>.

Inoltre, l'analisi dinamica prevede lo studio separato dei flussi di patrimonio netto di natura prettamente finanziaria, flussi derivanti, cioè, esclusivamente da movimenti strutturali (aumenti o riduzioni di capitale). A tal fine occorre scorporare da  $\Delta K$  il risultato d'esercizio:

$$MP^* = \Delta MP - RN$$

dove:

---

<sup>44</sup> Cfr. FERRERO G., 1981, *op. cit.*, pp. 73-74.

$\Delta MP^*$  = variazione finanziaria dei mezzi propri.

In base alle suddette relazioni la formazione del flusso di ACN può essere scomposta come:

$$\begin{aligned}\Delta ACN &= \Delta MCO - \Delta IN = \\ &= \underbrace{RN + A + DF_L - RIV_{IN}}_{U_F} + \underbrace{\Delta MP - RN}_{\Delta MP^*} + [9] \\ &+ \Delta D_L - \underbrace{(\Delta IN + A - RIV_{IN})}_{NI}\end{aligned}$$

La [9], in sostanza, consente di cogliere in che misura la dinamica finanziaria dell'impresa sia conseguenza della dinamica economica e dei flussi patrimoniali non economici.

Tabella 3 - Prospetto dei flussi di ACN (procedura indiretta )

IMPIEGHI (deflussi) A	Fonti (flussi) B
$\Delta$ Immobilizzazioni nette + Ammortamenti - Rivalutazioni = <b>A) Variazione finanziaria del capitale fisso = Totale deflussi</b>	Reddito netto + Ammortamenti - Rivalutazioni + Accantonamenti a fondi (esclusi ... quelli relativi all'ACN) - Utilizzo di fondi (esclusi quelli ... relativi all'ACN) = <i>B<sub>1</sub>) Utile avente rilevanza finanziaria</i>
	$\Delta$ Patrimonio netto - Utile netto = <i>B<sub>2</sub>) Variazione finanziaria del Patri- monio netto</i>
	<i>B<sub>3</sub>) <math>\Delta</math>Debiti finanziari durevoli</i>
$\Delta ACN = B - A$	<b>B) Totale flussi = B<sub>1</sub> + B<sub>2</sub> + B<sub>3</sub></b>

In termini operativi, la schematizzazione dei flussi di ACN avviene secondo due principali modalità: prospetto indiretto dei flussi di ACN (tabella 3); prospetto diretto dei flussi di ACN (tabella 4).

Seguendo tale impostazione, nel prospetto del rendiconto dei flussi di capitale

circolante netto sono evidenziati sia i flussi netti generati dalla gestione economica, che quelli conseguenti a variazioni non economiche, nonché il saldo tra queste due categorie di flussi.

Tabella 4 - Prospetto dei flussi di ACN (procedura diretta)

IMPIEGHI (deflussi) A	FONTI (flussi) B
<i>Totale costi aventi rilevanza finanziaria</i>	<i>Totale ricavi aventi rilevanza finanziaria</i>
+ Nuovi investimenti in Immobilizzazioni	+ Disinvestimenti di immobilizzazioni
Distribuzione dividendi + Rimborsi di capitale = <i>Totale riduzione finanziaria del patrimonio netto</i>	+ Aumenti di capitale da soci preesistenti + Aumenti di capitale da nuovi soci = <i>Totale incremento finanziario del patrimonio netto</i>
+ Rimborso debiti durevoli	+ Nuovi debiti durevoli
Totale costi aventi rilevanza Finanziaria + Totale nuovi investimenti in immobilizzazioni + Totale riduzione finanziaria del patrimonio netto = <i>Totale deflussi</i>	Totale ricavi aventi rilevanza Finanziaria + Totale disinvestimenti di immobilizzazioni + Totale aumento finanziario del patrimonio netto = <i>Totale flussi</i>
$\Delta \text{CCN} = B - A$	

Il principale ruolo svolto dagli schemi di rendiconto proposti è quello, quindi, di evidenziare i fattori di congiunzione tra la funzione finanziaria e quella economica.

In sostanza, i flussi finanziari così rappresentati permettono di capire in che misura l'andamento delle risorse finanziarie è condizionato dall'efficienza economica. Per cui, attraverso lo studio combinato delle variazioni patrimoniali e dei flussi economici si ha modo di apprezzare in che misura la gestione reddituale concorre alla formazione di risorse finanziarie nette.

In generale, tanto più l'andamento reddituale, opportunamente depurato da elementi rettificativi, è prossimo a quello finanziario, tanto più stabile è la consistenza finale del capitale circolante netto. Di contro, valori crescenti dei flussi in oggetto quando scaturiscono da riduzioni delle immobilizzazioni lorde, o da operazioni durevoli di raccolta del capitale, assumono il carattere della eccezionalità.

Il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto, pur rappresentando uno strumento fondamentale per il controllo e la programmazione finanziaria, presenta alcuni limiti in ordine alla qualità delle informazioni in esso contenute. In primo luogo, il suo calcolo si basa su una nozione rigida di risorsa finanziaria che tende ad escludere le strategie di raccolta del capitale che non hanno diretta manifestazione sulla dinamica del capitale circolante netto<sup>45</sup>.

In secondo luogo, la determinazione dei flussi, realizzata evidenziando in modo indiretto (tabella 4) le variazioni delle grandezze estranee all'ACN non consente di individuare con chiarezza le oscillazioni delle singole voci che caratterizzano la gestione a breve termine<sup>46</sup>. Circostanza questa che, naturalmente, limita la possibilità di esprimere giudizi compiuti circa la dinamica finanziaria dell'azienda.

### 9.1. I flussi autogenerati e strutturali di ACN

Dalle tabelle 2.3 e 2.4 si ricava l'indicazione di due aree di flussi di capitale circolante netto: i flussi autogenerati; i flussi strutturali. I primi trovano conto partita nel conto economico; i secondi non trovano contro partita nel conto economico.

In particolare, il flusso autogenerato di attivo corrente netto corrisponde alla grandezza  $U_F$ :

$$\Delta ACN_{Aut.} = R^* - C^* = U_F = RN + A + \Delta F_L + RIV_{IN} \quad [10.]$$

oppure

$$\Delta ACN_{Aut.} = R_L - C_L + \Delta S + \Delta C_F - \Delta D_F$$

dove:

$R^*$  = ricavi che hanno rilevanza finanziaria;

<sup>45</sup> Si pensi, ad esempio, all'emissione di azioni effettuata contro conferimento di beni materiali: questo tipo di operazione si configura come una modalità di finanziamento del capitale fisso che non trova corrispondenza nei mutamenti delle poste elastiche.

<sup>46</sup> Cfr. CODA V., 1994, *op. cit.* pag. 75.



$C^*$  = costi che hanno rilevanza finanziaria.

$R_L$  = ricavi incassati (compresi i ricavi per interessi e i ricavi accessori);

$C_L$  = costi pagati (compresi i costi per interessi, i costi accessori e le imposte);

$C_F$  = crediti di funzionamento;

$D_F$  = debiti di funzionamento.

Tabella 5 – Flussi economici, patrimoniali ed autogenerati di ACN

<b>Flusso Economico</b>	<b>Flusso Patrimoniale</b>	<b>Flusso autogenerato di ACN</b>
+ Ricavi vendite incassati	+ Liquidità immediata	+ AC → + ACN
+ Ricavi vendite non incassati	+ Crediti di funzionamento	+ AC → + ACN
+ Ricavi accessori incassati	+ Liquidità immediata	+ AC → + ACN
+ Ricavi accessori non incassati	+ Crediti di funzionamento	+ AC → + ACN
+/- Variazione delle rimanenze	+/- Magazzino	+/- AC → +/- ACN
- Costi di acquisto pagati	- Liquidità immediata	- AC → - ACN
- Costi di acquisto non pagati	+ Debiti di funzionamento	+ PC → - ACN
- Canoni pagati	- Liquidità immediata	- AC → - ACN
- Costi non pagati	+ Debiti di funzionamento	+ PC → - ACN
- Costo del lavoro pagato	- Liquidità immediata	- AC → - ACN
- Costo del lavoro non pagato	+ Debiti di funzionamento	+ PC → - ACN
<b>Margine operativo lordo (MOL)</b>		<b>Flusso autogenerato ed operativo di ACN</b> = <b>MOL</b>
- Ammortamenti di periodo	- Immobilizzazioni nette	/
<b>Reddito operativo</b>		
+ Ricavi finanziari incassati	+ Liquidità immediata	+ AC → + ACN
+ Ricavi finanziari non incassati	+ Crediti di funzionamento	+ AC → + ACN
- Oneri finanziari pagati	- Liquidità immediata	- AC → - ACN
- Oneri finanziari non pagati	+ Capitalizz. interessi pass	+ PC → - ACN
+ Ricavi straord. incassati	+ Liquidità immediata	+ AC → + ACN
+ Ricavi straord. non incassati	+ Crediti di funzionamento	+ AC → + ACN
- Accantonamenti a fondi	+ Mezzi consolidati	/
- Imposte pagate	- Liquidità immediata	- AC → - ACN
- Imposte maturate e non pagate	+ Debiti di funzionamento	+ PC → - ACN
<b>Reddito Netto (RN)</b>		<b>Flusso totale autogenerato di ACN</b> = <b>RN + A + <math>\Delta F_L</math> - RI<sub>VN</sub></b>

Valori positivi di  $\Delta ACN_{Aut.}$  (o il che è lo stesso di  $U_F$ ) conseguono alla capacità dell'impresa di generare reddito. Tuttavia, poiché i ricavi e i costi aventi rilevanza finanziaria si differenziano in base al loro grado di tipicità, la [10] non consente un'analisi dettagliata del processo di autogenerazione dei flussi finanziari in oggetto. Al tal proposito in tabella 5 è evidenziata la composizione del  $\Delta ACN_{Aut.}$  in funzione dei flussi economici aventi rilevanza finanziaria connessi alla gestione operativa e alla gestione non tipica. Ad esempio, i ricavi vendite e gli interessi attivi si qualificano sul piano economico come elementi positivi di reddito; sul piano finanziario come flussi di ACN. In termini gestionali occorre, tuttavia, considerare il “differenziale qualitativo” tra detti flussi: nel caso di un'impresa industriale (o comunque non finanziaria) i ricavi vendite – conseguenza degli investimenti in attività reali – generano un effetto economico-finanziario qualitativamente migliore dell'effetto prodotto dai ricavi finanziari.

Riguardo al flusso strutturale di ACN si ha:

$$\begin{aligned}\Delta ACN_{Strutt.} &= \Delta ACN - (R^* - C^*) \\ &= \Delta MP - RN + \Delta D_L - (\Delta IN + A - RIV_{IN})\end{aligned}\quad [11]$$

Lo studio combinato delle relazioni [10] e [11] offre importanti informazioni in merito alla qualità dei flussi di ACN periodali.

La differenza tra la consistenza autogenerata e la consistenza minima di ACN si qualifica come fonte di finanziamento che l'azienda può utilizzare nell'ambito di crescite strutturali, ossia di azioni di sviluppo che implicano  $\Delta IN + A - RIV_{IN} > 0$ .

Per cui, una volta raggiunta, nel periodo di riferimento, la dimensione di ACN da assumere come costante, si determina una stretta interdipendenza tra capacità economica e sviluppo degli investimenti durevoli in condizioni di stabilità finanziaria. Ciò vale soprattutto quando la dimensione del flusso autogenerato sia conseguenza della gestione tipica e quindi della componente operativa di  $\Delta ACN_{Aut.}$

In generale, dunque, l'andamento storico dell'ACN non va osservato esclusivamente dal punto di vista quantitativo, ma occorre valutarne la composizione. Mentre in sede di programmazione obiettivo primario dell'azienda è, da una parte, la minimizzazione dei flussi complessivi di ACN entro una determinata soglia, al di sotto della quale si rischierebbe di compromettere il normale ciclo aziendale in termini di produzione, distribuzione e gestione della liquidità; dall'altra, la paral-

lela massimizzazione dei flussi autogenerati di natura operativa, in modo tale da liberare risorse da porre a copertura di deflussi strutturali<sup>47</sup>.

L'interdipendenza tra flusso autogenerato e processi di espansione degli investimenti non si mantiene costante durante il ciclo di vita dell'impresa, ma tende a ridursi nel tempo. Quindi, superato un certo livello di crescita, ulteriori sviluppi dell'attivo immobilizzato sono vincolati alla possibilità di generare flussi strutturali mediante accensione di nuovi debiti consolidati e/o incrementi del capitale sociale. Da questo punto di vista, la relazione che si instaura tra capacità economica e espansione è indiretta, nel senso che il divario tra ricavi e i costi si riflette positivamente sul volume dei finanziamenti ottenibili da terze economie e negativamente sul costo degli stessi. I fornitori di capitale, infatti, nel dimensionare l'entità e il costo dei finanziamenti tengono conto, soprattutto, del profilo reddituale dell'impresa sovvenuta.

## 10. Il cash flow

L'elemento determinante dell'equilibrio finanziario è rappresentato dai flussi relativi alle disponibilità liquide. Infatti, la dinamica finanziaria dell'impresa, conseguenza della gestione corrente e delle operazioni extracaratteristiche, si conclude con la formazione dei saldi di cassa.

I saldi in parola esprimono, in modo diretto, i movimenti delle risorse monetarie immediatamente spendibili all'interno dell'impresa, oppure da destinare al rimborso delle passività da questa contratte. Quindi, mentre il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto consente di analizzare un equilibrio finanziario generale, la rendicontazione dei flussi di cassa permette di verificare come le dinamiche aziendali si riflettono sull'adeguatezza delle risorse monetarie.

Il *cash flow* può essere definito come flusso netto di fondi monetari conseguente ad operazioni d'esercizio ordinarie e straordinarie<sup>48</sup>. Il contenuto specifico del cash flow dipende dal tipo di risorsa monetaria presa in esame. In generale, l'andamento della liquidità effettiva è misurato dal divario tra le disponibilità monetarie finali ( $L_1$ ) e quelle iniziali ( $L_0$ ):

$$CF = L_1 - L_0$$

<sup>47</sup> Cfr. FANNI M., 2000, *op cit.*, pp. 36-37

<sup>48</sup> Sulla definizione di cash flow si rimanda tra gli altri a: R. CAPARVI, 1972, *Il Cash flow*, Corsi, Pisa, pp. 91-92; F. DEZZANI, 1979, *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano p. 456.

L'analisi delle determinanti di tale divario ha come obiettivo principale l'ottimizzazione delle risorse finanziarie, in funzione della solvibilità finanziaria e della redditività.

Per quanto concerne il primo aspetto, ci si riferisce alla solvibilità dinamica che si sostanzia nella capacità dell'impresa di disporre di adeguate risorse monetarie, a fronte delle passività che vanno in scadenza. Le condizioni necessarie al costante perseguimento della solvibilità finanziaria dinamica sono l'equilibrio statico della struttura finanziaria e l'equilibrio economico. Infatti, se non viene rispettato il canone della coerenza temporale tra le fonti e gli impieghi, e/o viene meno la capacità di creare reddito, solo occasionalmente i flussi monetari potranno coprire le previste riduzioni del capitale di credito. Tuttavia, il rispetto di tali condizioni può non risultare sufficiente ad evitare tensioni di liquidità, dovute a sfasamenti temporali tra la scadenza degli impegni assunti e la formazione di risorse monetarie. Ad esempio, può accadere che un'impresa, pur operando con i margini patrimoniali positivi, non sia solvibile a causa delle difficoltà che incontra nella riscossione dei crediti commerciali; in quest'ipotesi anche l'analisi finanziaria dinamica relativa alle fluttuazioni dell'attivo corrente netto non sarebbe sufficiente ad evidenziare le cause della suddetta crisi di liquidità.

Relativamente alla redditività occorre considerare che, se da un lato i saldi economici influiscono in modo diretto sui saldi finanziari, dall'altro l'andamento economico è influenzato dal processo di formazione della liquidità, ossia da aspetti qualitativi connessi al cash flow. Per cui, il rendiconto delle disponibilità monetarie svolge anche la funzione di evidenziare gli effetti che le modalità di creazione delle risorse monetarie hanno sulla capacità economica: a parità di variazione delle disponibilità monetarie si possono avere conseguenze diverse dal punto di vista reddituale, in ragione dei fatti di gestione che le hanno prodotte.

Occorre, inoltre, considerare il ruolo primario che assume il *cash flow* nell'ambito dei processi di pianificazione e programmazione finanziaria. In particolare, come evidenziato in figura 11, le decisioni d'investimento sono foriere di generare discontinuità sulla dinamica monetaria dell'impresa in termini di peggioramento/miglioramento e decelerazione/accelerazione del cash flow dell'impresa<sup>49</sup>.

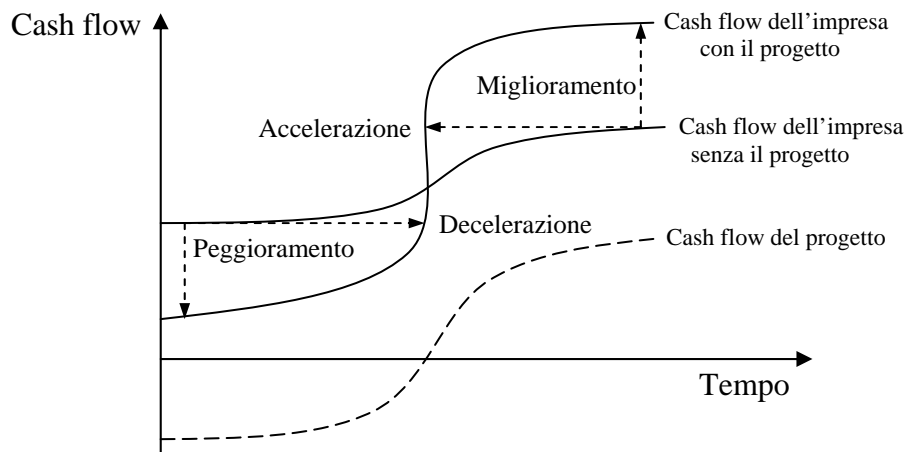
Naturalmente, nelle fasi di peggioramento e decelerazione del *cash flow* si determina una maggiore fragilità dell'impresa rispetto agli impegni assunti con i creditori (finanziari e commerciali) e alla capacità di soddisfare adeguatamente gli

---

<sup>49</sup> Cfr., CHRISTOPHER M., 2005, *Supply chain management. Creare valore con la logistica*, Prentice Hall Italia, Milano, p.p. 71-72.

azionisti mediante la distribuzione dei dividendi; di contro, il miglioramento e la conseguente accelerazione del *cash flow* indotta da un dato progetto rafforzano l'impresa rispetto ai suoi diversi *stakeholder*, favorendo così l'implementazione di successivi progetti. Ne consegue che la sostenibilità finanziaria di un dato piano industriale, oltre a dipendere dalla performance attese dallo stesso, è influenzata dalla qualità dei piani pregressi e, quindi, dalla dinamica monetaria rilevata in sede storica.

Figura 11 - Cash flow dell'impresa e di un progetto d'investimento (fonte: adattato da Christopher M., 2005, *Supply chain management. Creare valore con la logistica*, Prentice Hall Italia, Milano, p. 72.)



### 10.1. Cash flow autogenerato e strutturale

Come si è visto nella disamina dei flussi di ACN i movimenti patrimoniale-finanziari possono essere autogenerati, ovvero strutturali. Essendo la liquidità una componente positiva dell'ACN si deve concludere che anche per l'analisi dinamica del *cash flow* occorre considerare il contributo della funzione economica alla formazione dei saldi monetari, separatamente dai movimenti ad essa estranei.

In prima approssimazione, dunque, il *cash flow* autogenerato corrisponde al risultato d'esercizio opportunamente depurato di elementi rettificativi, che oltre a riguardare gli ammortamenti, gli accantonamenti a fondi e le rivalutazioni, attengono anche, in virtù del principio di competenza economica, agli elementi positivi e negativi di reddito che pur provocando flussi finanziari non generano flussi monetari. In particolare, le variazioni delle rimanenze e dei crediti di funzionamento

assumono segno negativo nel calcolo dei flussi monetari autogenerati; mentre le variazioni dei debiti di funzionamento assumono segno positivo.

Per cui, nella determinazione del cash flow autogenerato si può far riferimento alla medesima classe di flusso dell'ACN ( $U_F$ ) aumentato dei debiti di funzionamento ( $D_F$ ) accesi in contropartita dei costi e ridotto dei crediti di funzionamento ( $C_F$ ) iscritti in contropartita dei ricavi, nonché dei movimenti del magazzino ( $S$ ). Partendo dalla [7] si ottiene:

$$CF_{Aut.} = U_F - (\Delta S + \Delta C_F - \Delta D_F) \quad [12]$$

L'area del flusso di capitale liquido strutturale è, invece, funzione diretta delle fonti di finanziamento esterne, sia a breve che a lungo termine, che non hanno come contro partita costi d'esercizio, ed inversa degli impieghi avulsi rispetto al risultato economico.

Partendo dal flusso strutturale di ACN si ha:

$$CF_{Strutt.} = \Delta ACN_{Strutt.} + \Delta D_{c/c} + \Delta D_{fb} - \Delta C_{fb} \quad [13]$$

dove:

$D_{c/c}$  = debiti finanziari in c/c;

$D_{fb}$  = debiti finanziari a breve;

$C_f$  = debiti finanziari a breve (comprensivi dei crediti verso soci).

Le due aree di *cash flow* considerate (l'area del flusso autogenerato e quella del flusso strutturale) agiscono in modo diverso sulla dinamica economico-finanziaria dell'impresa.

In generale, per tali flussi valgono le stesse considerazioni fatte con riferimento alla dinamica dell'ACN nel senso che, da una parte, l'ottimizzazione della gestione monetaria prevede il contenimento, entro una soglia minima, delle riserve di liquidità e, quindi, nei diversi periodi amministrativi del flusso complessivo di capitale liquido; dall'altra, la gestione della liquidità è tanto più efficiente quanto più la sua formazione dipende da flussi autogenerati.

Posti, dunque, un obiettivo di minimo riguardo al *cash flow* totale ed un obiettivo di massimo riguardo all'area autogenerata degli stesso, la gestione ottimale della liquidità si realizza mediante il maggiore contenimento possibile dei movimenti monetari strutturali.

Il perseguimento di una giusta composizione dei flussi di capitale liquido rappresenta un problema complesso non riconducibile unicamente alla funzione fi-

nanziaria intesa in senso stretto, ma coinvolge tutte le funzione aziendali. In sostanza, la massimizzazione dei flussi autogenerati e la contestuale minimizzazione dei flussi complessivi richiede approcci di analisi sistemici in grado di considerare simultaneamente più aspetti gestionali in termini di obiettivi, vincoli e correlazioni tra diverse variabili aziendali.

#### Esempio: analisi dei flussi strutturali e autogenerati

IMPIEGHI	Anno 1	Anno 2	Δ		Anno 2
Liquidità immediata	60	68	8	Ricavi netti	3500
Titoli a breve	200	150	-50	Costi materie prime e semilavorati	940
Rmanenze di magazzino	500	590	90	Costi personale	1520
Crediti di funzionamento	400	420	20	Ammortamenti	240
<b>ATTIVO CORRETE</b>	<b>1160</b>	<b>1228</b>	<b>68</b>	Incremento fondi	20
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE</b>	<b>1200</b>	<b>1350</b>	<b>150</b>	<b>REDDITO OPERATIVO</b>	<b>780</b>
<b>TOTALE</b>	<b>2360</b>	<b>2578</b>	<b>218</b>	Ricavi finanziari	4
<b>FONTI</b>	<b>Anno 1</b>	<b>Anno 2</b>	<b>Δ</b>	Oneri finanziari	90
Debiti finanziari a breve	154	160	6	<b>MARGINE FINANZIARIO</b>	<b>-86</b>
Debiti finanziari in c/c	90	20	-70	Ricavi straordinari	0
Debiti di funzionamento	380	458	78	Costi straordinari	80
<b>PASSIVO CORRETE</b>	<b>624</b>	<b>638</b>	<b>14</b>	<b>MARGINE STRAORDINARIO</b>	<b>-80</b>
Risultato d'esercizio	236	400	164	Iponibile	614
Rserve	400	400	0	Imposte	214
Capitale sociale	500	480	-20	<b>REDDITO NETTO</b>	<b>400</b>
<b>MEZZI PROPRI</b>	<b>1136</b>	<b>1280</b>	<b>144</b>		
Fondi durevoli	100	120	20		
Debiti finanziari a lungo termine	500	540	40		
<b>TOTALE</b>	<b>2360</b>	<b>2578</b>	<b>218</b>		

	Anno 1	Anno 2
<b>ACN</b>	<b>536</b>	<b>590</b>
<b>U<sub>F</sub></b>		<b>660</b>
<b>ACN strutturale</b>		<b>-606</b>
<b>ΔACN</b>		<b>54</b>
<b>Liquidità immediata</b>	<b>60</b>	<b>68</b>
<b>CF autogenerato</b>		<b>628</b>
<b>CF strutturale</b>		<b>-620</b>
<b>CF totale</b>		<b>8</b>

$$U_F = RN + A + \Delta F_L - RIV_{IN} = 400 + 240 + 20 - 0 = 660$$

$$\Delta ACN_{Strutt.} = \Delta MP - RN + \Delta D_L - (\Delta IN + A - RIV_{IN}) = 144 - 400 + 20 - (150 + 240 - 0) = -606$$

$$CF_{Aut.} = U_F - (\Delta S + \Delta CF - \Delta DF) = 660 - (90 + 20 - 78) = 628$$

$$CF_{Strutt.} = \Delta ACN_{Strutt.} + \Delta D_{c/c} + \Delta D_{fb} - \Delta C_{fb} = -606 - 70 + 6 + 50 = -626$$

## 10.2. Il *cash flow* operativo

I flussi di capitale liquido, oltre ad articolarsi in autogenerati e in strutturali, si distinguono in base alla tipicità o atipicità dei fatti di gestione che gli hanno prodotti.

Si parla di *cash flow* operativo con riferimento a movimenti monetari netti, originati da operazioni della gestione ordinaria; mentre il *cash flow* extragestione esprime un andamento monetario conseguente ad operazioni non tipiche. Il *cash flow* operativo consente di analizzare la stabilità della dinamica dei flussi monetari di bilancio, in quanto scaturisce dalla gestione ordinaria dell'impresa, ossia non è influenzato da tutti quei flussi originati da operazioni straordinarie. In sostanza, permanenti *cash flows* operativi positivi sono indice d'equilibrio finanziario e di riflesso d'efficienza economica, nonché di una buona composizione patrimoniale.

Sussistono diversi approcci allo studio dei flussi monetari operativi. Un'interpretazione generale del *cash* operativo prevede che si considerino come determinanti dei flussi e dei deflussi monetari tipici l'intera area delle variazioni patrimoniali a breve. Seguendo tale approccio il calcolo del *cash flow* operativo persegue l'obiettivo di misurare una generica capacità dell'impresa di produrre variazioni positive del capitale liquido senza compromettere l'apparato produttivo, oppure senza accrescere la dipendenza nel lungo termine da finanziatori esterni.

Tuttavia, poiché nell'ambito della gestione di tesoreria l'obiettivo primario dell'impresa è individuabile nella creazione di liquidità sufficiente a coprire le previste riduzioni dei capitali attinti, senza compromettere l'iniziale capacità produttiva e/o la dipendenza da finanziatori esterni, riteniamo più corretto calcolare il *cash flow* operativo come flusso monetario autogenato e tipico.

Emerge, dunque, l'opportunità di combinare l'analisi temporale dei flussi monetari con quella funzionale, basata, come in precedenza evidenziato, sulla distinzione tra *cash flow* autogenerati e strutturali.

In particolare, il *cash flow* operativo autogenerato (o tipico) è funzione del reddito operativo (RO) opportunamente rettificato:

$$\begin{aligned} \text{CFO}_{\text{Aut.}} &= \text{RO} + \text{A} + \Delta \text{FL} - \text{RIV}_{\text{IN}} - (\Delta \text{S} + \Delta \text{C}_{\text{FT}} - \Delta \text{D}_{\text{FT}}) = \\ &= \text{RT}_{\text{L}} - \text{CO}_{\text{L}} \end{aligned} \quad [14]$$

dove:

$\text{CFO}_{\text{Aut.}}$  = *cash flow* operativo autogenerato;

$\text{C}_{\text{FT}}$  = crediti di funzionamento connessi a ricavi tipici;

$\text{D}_{\text{FT}}$  = debiti di funzionamento connessi a costi operativi;

$\text{RT}_{\text{L}}$  = ricavi tipici incassati ;



$CO_L$  = costi operativi pagati.

Dalla [14] emerge che il  $CFO_{(Aut.)}$ , quale principale determinante dell'equilibrio economico-finanziario, dipende, in primo luogo, dalla capacità dell'impresa di massimizzare i ricavi in condizioni di efficienza economica; in secondo luogo, dalle politiche di gestione del magazzino; infine dalle relazioni commerciali con clienti e fornitori.

### 10.3. *Il free cash flow*

Il free cash flow (FCF) è considerato uno strumento fondamentale nell'ambito delle analisi finanziarie d'impresa orientate al controllo di gestione, alla programmazione di breve periodo, alla pianificazione di lungo termine e alla analisi del valore economico.

Presupposto fondamentale dello strumento in parola è il rispetto dei vincoli di destinazione dei flussi monetari autogenerati, atto a garantire che il ciclo aziendale si evolva senza soluzione di continuità.

Il FCF rappresenta, in sostanza, l'area del cash flow autogenerato "liberamente" utilizzabile dall'azienda, una volta ricostituiti i capitali permanenti e circolanti consumati in ragione della funzione di produzione intesa in senso lato.

Tale vincolo di ricostituzione (o di rinnovamento) va analizzato in modo dinamico tenendo conto, cioè, dell'andamento aziendale prospettico in termini di stazionarietà, sviluppo e regresso dell'attività produttiva. In particolare, nelle fasi caratterizzate da stazionarietà il flusso autogenerato deve essere destinato alla ricostituzione dell'attivo nella misura dei beni sacrificati per effetto della produzione; nel caso di prospettive di sviluppo l'assorbimento del flusso autogenerato eccede il valore dei beni sacrificati; infine, per previste riduzioni dell'attività produttiva il vincolo di destinazione del flusso autogenerato risulta minore dei beni sacrificati<sup>50</sup>. In altri termini, il FCF assume un andamento inverso rispetto alle prospettive aziendali.

Data la simmetria esistente tra i movimenti del capitale impiegato e le variazioni concernenti le fonti di finanziamento, l'analisi del FCF, una volta definite le prospettive aziendali in termini produttivi, reddituali e di rischio atteso, sottende alla necessità di gestire in modo ottimale diversi aspetti tra loro correlati della gestione finanziaria.

In primo luogo, l'analisi del FCF offre indicazioni di natura quantitativa circa la necessità di raccogliere capitale. Il ricorso a finanziamenti esterni assume un

---

<sup>50</sup> Cfr. FANNI M., 2000, *op cit.*, pagg. 126-127

ruolo marginale nelle fasi di stazionarietà e di regresso; mentre diviene fondamentale per favorire lo sviluppo della produzione mediante crescite del capitale circolante e/o fisso. Tanto più, infatti, il vincolo di rinnovamento dell'attivo eccede il consumo dello stesso riferito all'ultimo periodo amministrativo considerato, tanto più la componente autogenerata del cash flow sarà inadeguata a soddisfare la crescita attesa dell'attivo.

In secondo luogo, l'analisi del FCF riveste particolare importanza nell'ambito dell'analisi del valore, in quanto si qualifica come ricchezza trasferibile dall'impresa a favore degli *stakeholders* finanziari (figura 10).

Al crescere del divario tra flussi autogenerati e vincolo di rinnovamento aumenta, infatti, la capacità dell'impresa di soddisfare i vincoli di remunerazione che derivano dalla condivisione del rendimento aziendale da parte dello Stato, degli azionisti e dei creditori.

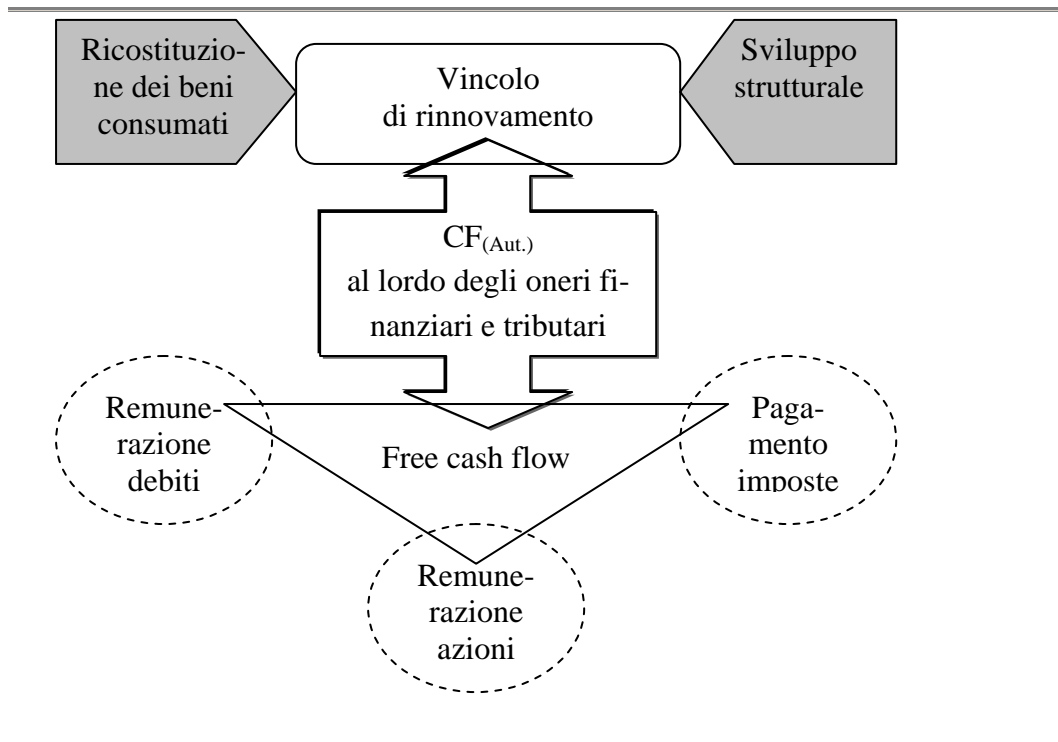
Quanto riportato in figura 11 evidenzia le due principali funzioni del FCF: il FCF come strumento di analisi e programmazione finanziaria; il FCF come sintesi delle performance d'impresa di cui beneficiano monetariamente gli *stakeholders* finanziari.

Si distinguono due principali tipi di FCF:

- il *FCF to equity* ( $FCF_E$ );
- il *FCF to firm* ( $FCF_F$ ).

Il  $FCF_E$  esprime il rendimento per l'azionista al lordo degli oneri tributari ed è, quindi, calcolato dopo gli interessi passivi e prima delle imposte. In particolare, tale flusso è misurato dalla differenza tra il cash flow autogenerato, considerato al lordo delle imposte, e il vincolo di rinnovamento del capitale. Per cui, quanto descritto in relazione a stazionarietà, sviluppo e regresso dell'attività industriale, può essere riconsiderato in termini formali calcolando, per le tre ipotesi, il vincolo di rinnovamento e sottraendo lo stesso al flusso monetario autogenerato.

Figura 11 - Vincolo di rinnovamento, free cash flow e remunerazione del capitale  
Fonte: Renzi A., 2005, Criteri di analisi finanziaria nell'economia d'impresa. Flussi finanziari, mercato e valore, Giapicchelli, Torino, p. 100.



In condizioni di stazionarietà (ST) si ha:

$$RIN_{(ST)} = A + \Delta F_L + \Delta D_F - \Delta S - \Delta C_F - RIV_{IN}$$

Quindi, in base alla [12] si ottiene:

$$\begin{aligned} FCF_{E(ST)} &= CF_{Aut.} - RIN_{(ST)} + OT = OT + U_F - (\Delta S + \Delta C_F - \Delta D_F) - RIN_{(ST)} = \\ &= OT + U_F - (\Delta S + \Delta C_F - \Delta D_F) + (\Delta S + \Delta C_F - \Delta D_F) - (A + \Delta F_L - RIV_{IN}) = [15] \\ &= OT + U_F - (A + \Delta F_L - RIV_{IN}) \end{aligned}$$

dove:

$RIN_{(ST)}$  = vincolo di rinnovamento in ipotesi di stazionarietà

$FCF_{E(ST)}$  = free cash flow to equity in ipotesi di stazionarietà;

OT = oneri tributari.

In sostanza, la [15] esprime il flusso monetario da porre a copertura delle imposte. Attraverso semplici passaggi algebrici, infatti, si può dimostrare che il  $FCF_{ST}$  altro non è che il risultato d'esercizio calcolato prima delle imposte (utile lordo). Infatti essendo,

$$U_F = RN + A + \Delta F_L - \Delta RIN_{IN}$$

Si ottiene:

$$\begin{aligned} FCF_{E(ST)} &= OT + U_F - (A + \Delta F_L - RIV_{IN}) = \\ &= RN + A + \Delta F_L - RIV_{IN} - A - \Delta F_L + RIV_{IN} = RN + OT \end{aligned}$$

Pertanto, sempre nell'ipotesi di stazionarietà, la remunerazione monetaria del capitale di rischio può avvenire nella misura di:

$$DIV = FCF_{E(ST)} \cdot (1 - t)$$

dove:

DIV = dividendi;

t = aliquota fiscale.

In condizioni di non stazionarietà (NST) si ottiene invece:

$$RIN_{(NST)} = RIN_{(ST)} \cdot (1 + g)$$

$$FCF_{E(NST)} = OT + CF_{Aut.} - RIN_{(ST)} \cdot (1 + g)$$

$$FCF_{E(NST)} \neq RN + OT \rightarrow DIV \neq FCF_{E(ST)} \cdot (1 - t)$$

Supponendo, infatti, un tasso di crescita ( $g$ ) positivo dell'attività dell'impresa, il  $FCF_{E(NST.)}$  risulta essere inferiore al  $FCF_{E(ST.)}$ :

$$g > 0 \rightarrow FCF_{E(NST)} < FCF_{E(ST)}$$

Di contro, supponendo un tasso  $g$  negativo si ha:

$$g < 0 \rightarrow FCF_{E(NST)} > FCF_{E(ST)}$$

Ne consegue che la differenza tra il  $FCF_{(ST)}$  e il  $FCF_{(NT)}$  può essere espressa come segue:

$$FCF_{E(ST)} - FCF_{E(NST)} = RIN_{(ST)} \cdot g$$

Volendo esprimere il flusso monetario con cui l'impresa remunera complessivamente tutti gli *stakeholders* finanziari (ivi compreso lo Stato) occorre passare al  $FCF$  *to firm* ( $FCF_F$ ), pari al  $FCF_E$  aumentato degli oneri finanziari ( $OF$ ):

$$FCF_F = FCF_E + OF \quad [16]$$

Quindi sulla base di quanto già esposto in relazione allo stato evolutivo dell'impresa si ha:

$$g > 0 \rightarrow FCF_{F(NST.)} < RN + OT + OF$$

$$g = 0 \rightarrow FCF_{F(ST.)} = RN + OT + OF$$

$$g < 0 \rightarrow FCF_{F(NST.)} > RN + OT + OF$$

Il fatto di considerare il flusso autogenerato al lordo degli interessi passivi, tipico delle analisi di *capital budgeting*, è propedeutico alla determinazione del valore d'impresa o di singoli investimenti, nel momento in cui le procedure di attualizzazione si basano sul confronto tra flussi attesi e costo del capitale. Al riguardo ci limitiamo ad osservare come il  $FCF_F$  consenta, in sede di pianificazione, l'attribuzione di un tasso di attualizzazione che tenga conto, in modo ponderato, sia del costo connesso all'indebitamento sia del costo che grava sul patrimonio netto dell'impresa. In altri termini, nell'analisi finanziaria orientata al valore, la

rettifica positiva del FCF nella misura degli interessi passivi, serve ad evitare che il costo del capitale di credito venga incluso nella base di calcolo prima sotto forma di oneri finanziari, poi sotto forma di tasso medio passivo.

In generale, la [16] evidenzia come il  $FCF_F$  configuri un flusso monetario assorbito, piuttosto che una variazione positiva delle disponibilità liquide. Da questo punto di vista occorre considerare il  $FCF_E$  di competenza separatamente dal  $FCF_E$  monetariamente corrisposto nel periodo di riferimento. Il primo si differenzia dal secondo per il fatto di includere tra i suoi elementi positivi anche le variazioni in aumento dei debiti dovuti alla maturazione degli interessi passivi, delle imposte sul reddito e delle obbligazioni assunte con gli azionisti in termini di distribuzione dei dividendi deliberata e non ancora effettuata.

## Riferimenti bibliografici

- AAVV, 1994, *Analisi, previsioni, simulazioni, economico-finanziarie d'impresa*, Estalibri, Milano.
- AAVV, 1999, *Finanza d'impresa*, Guerini e Associati, Roma.
- ALBERICI A., CASELLI S., 2002, *La valutazione dell'impresa per i fidi bancari*, Franco Angeli, Milano.
- ADRIANO A., 2005., *Produzione e logistica*, ed. 15, F. Angeli, Milano.
- AMADUZZI A., 1953, *L'impresa nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni. Trattato di ragioneria*, Utet, Torino.
- CAPALDO P., 1968, *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- CAPARVI R., 1972, *Il Cash flow*, Cursi, Pisa.
- CARLESÌ G., 1997, *Programmazione e controllo. Modelli e strumenti in prospettiva sistemica*, Cedam, Padova.
- CATTANEO M., (a cura di) 1999, *La finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- COTTA RAMUSINO E., RINALDI L., 2003, *La valutazione d'azienda*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- CAVAZZONI G., 1992, *Il controllo di gestione*, Giappichelli, Torino.
- CHRISTOPHER M., 2005, *Supply chain management. Creare valore con la logistica*, Prentice Hall Italia, Milano.
- CODA V., 1994, "Il rendiconto finanziario", in AAVV, *Analisi, previsioni, simulazioni, economico-finanziarie d'impresa*, Estalibri, Milano.
- COLOMBI F., 1995, *Il baricentro finanziario*, Strategia&Finanza, Roma.

- COLOMBI F., DANIELI R., 2007, *Finanza condizionata e teoria del valore. Statica e dinamica finanziaria*, vol. 10, Aracne, Roma.
- DAMODARAN A., 2001, *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano.
- DALLOCCIO M., 1995, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano.
- DEZZANI F., 1979, *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FANNI M., 2000, *Manuale di finanza dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., 1981, *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., 1984, *Il controllo finanziario nelle imprese. Strumenti del controllo di sintesi*, Giuffrè, Milano.
- FONTANA F., CAROLI M. (a cura di), 2004, *Economia e gestione delle imprese*, seconda ed., McGraw-Hill, Milano.
- GALEOTTI M. (a cura di), 2007, *La finanza nel governo dell'impresa*, Apogeo, Milano.
- GOLINELLI G.M., 1995, "Economia e finanza nel governo dell'impresa", in *Sinergie* n. 39, Gennaio-Aprile, pp. 25-50.
- GOLINELLI G.M., 2000, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, vol. 2, Cedam, Padova.
- GOLINELLI G.M., 2008, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. Verso la scientificazione dell'azione di governo*, vol. 2, Cedam, Padova.
- IELASI F., 2006, "Crescita dell'impresa e fabbisogno finanziario: l'analisi dello sviluppo sostenibile", in PARAVANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano, pp. 93-130.
- LANZAVECCHIA A., 2006, "La redazione del piano industriale", in PARAVANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano.
- MONTRONE A., 1993, *Analisi e controllo della gestione dell'impresa. Il sistema delle fasce di allarme*, Giappichelli, Torino.
- PANATI G., GOLINELLI G. M., 1991, *Tecnica economica industriale e commerciale. Imprese, strategie e management*, NIS, Roma.
- PARAVANI E., TAGLIAVINI G., 2006, *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano.
- POCHETTI, 1989, *Finanza aziendale. Le funzioni finanziarie d'impresa*, Utet, Torino.
- PROVENZANO G., 2003, *Finanza aziendale. Struttura finanziaria, equilibrio finanziario, scelte d'investimento e di finanziamento*, Giappichelli, Torino.

- RENZI A., 2005, *Criteri di analisi finanziaria nell'economia d'impresa. Flussi finanziari, mercato e valore*, Giapicchelli, Torino.
- RISPOLI M. (a cura di), 1984, *L'impresa industriale. Economia e management*, Mulino, Bologna.
- RULLANI R., 1984, "Gli investimenti e la funzione finanziaria", in RISPOLI M. (a cura di), 1984, *L'impresa industriale. Economia e management*, Mulino, Bologna, pp. 590-592.
- SALA A., 1999, *Le decisioni finanziarie a breve termine*, AAVV, *Finanza d'impresa*, Guerini e Associati, Roma.
- SCIARELLI S., 1982, *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova.
- SOLOMON E., 1972, *Teoria della finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- TAGI G., 1994, *Finanza aziendale*, Utet, Torino.
- TAGLIAVINI G., 2006, "Piano finanziario e scelta degli obiettivi da perseguire", in PARAVANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano.