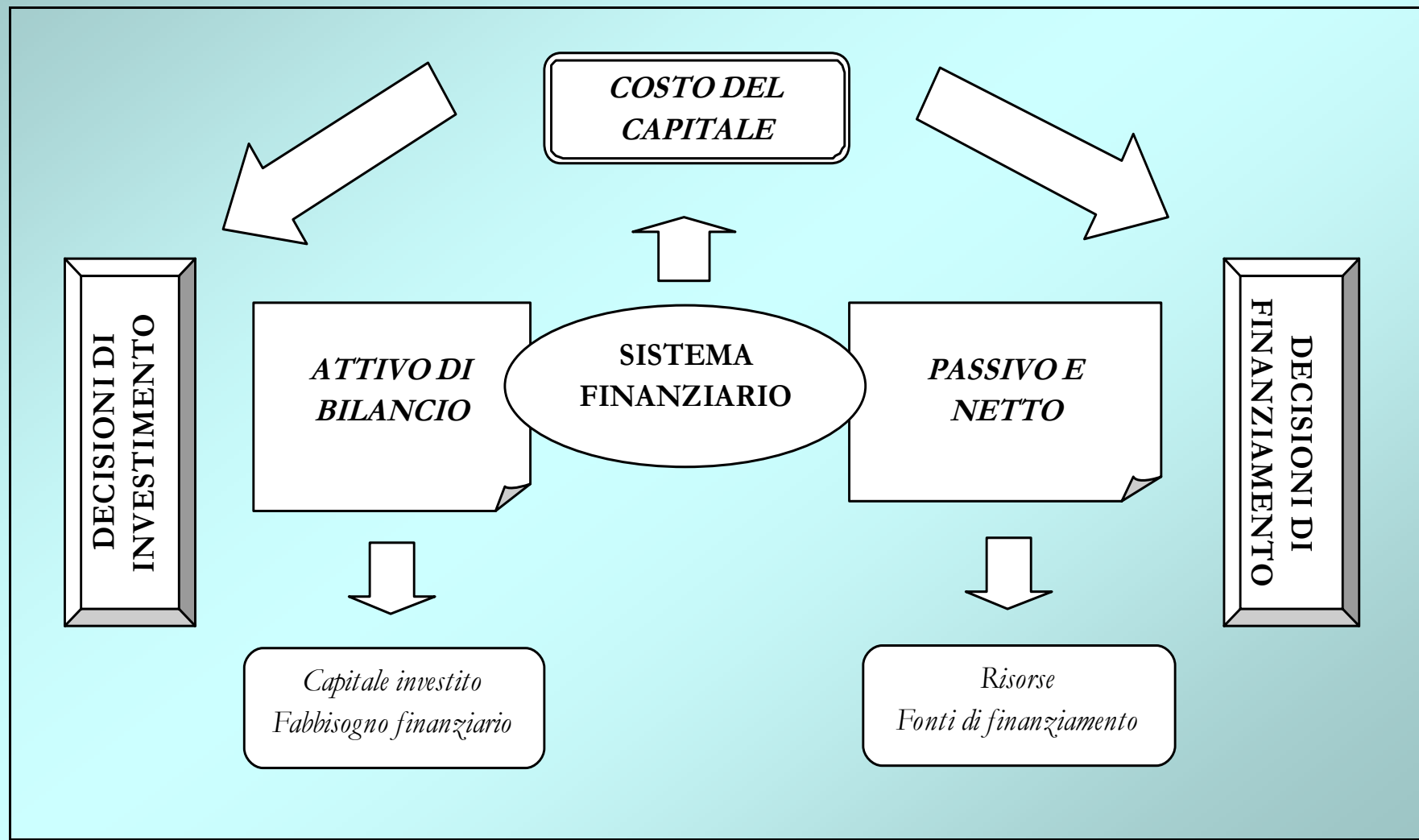


**ANALISI E COPERTURA
DEI FABBISOGNI FINANZIARI
DELLE IMPRESE**

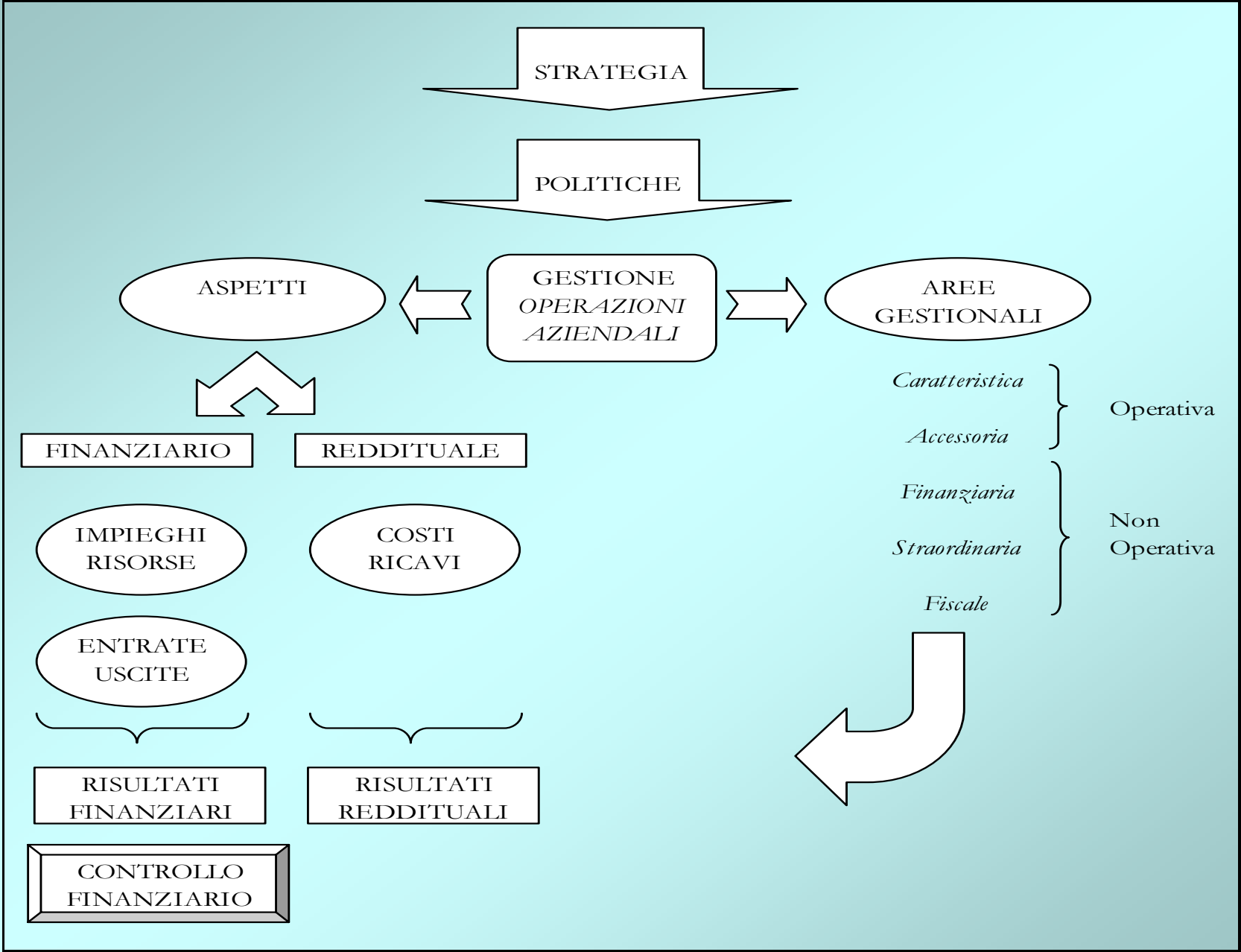
Veronica De Crescenzo
Università degli Studi di Verona

L'IMPRESA E LA FINANZA AZIENDALE



IL CONTROLLO FINANZIARIO: OBIETTIVO DEL CORSO

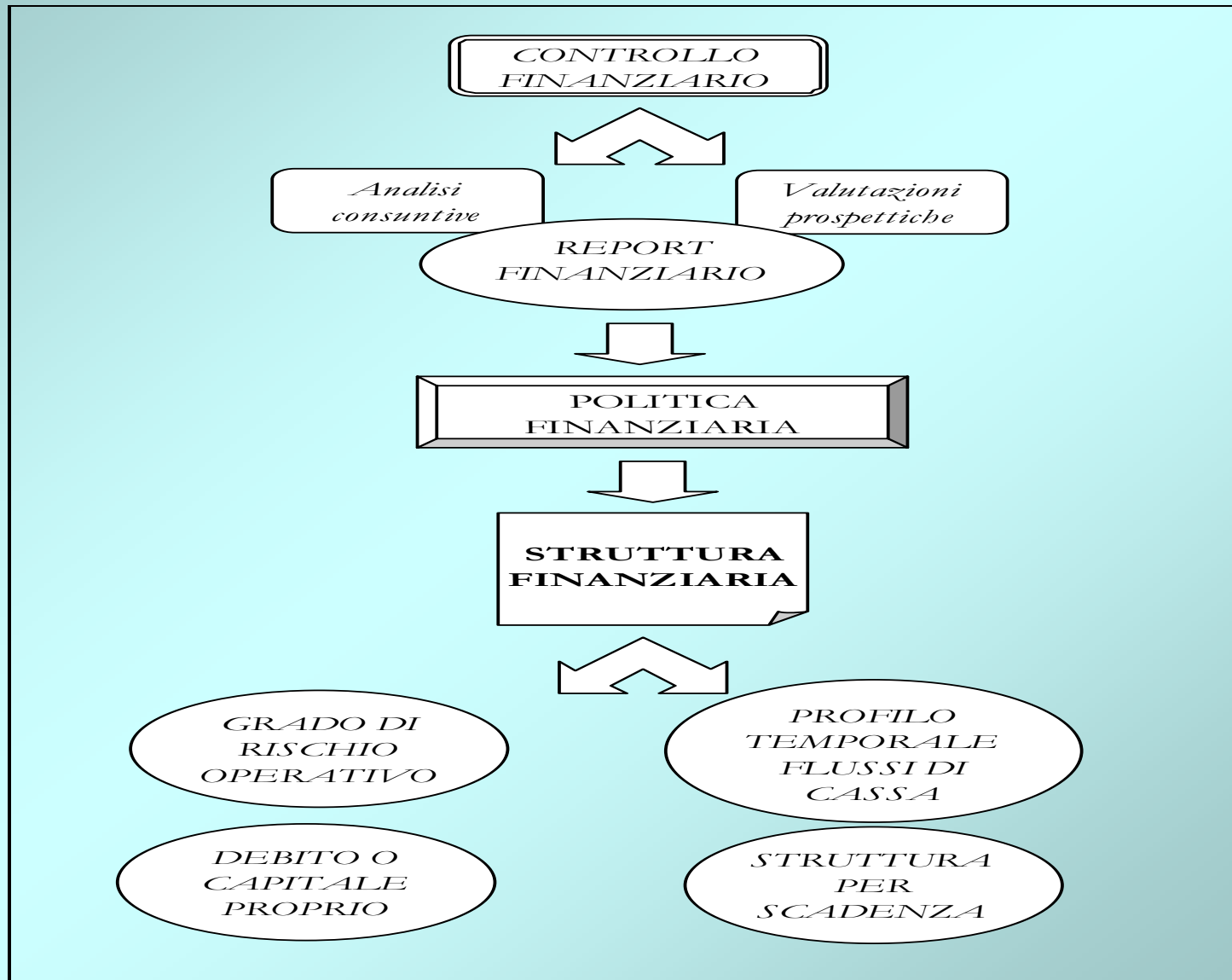
Illustrare gli *aspetti logici e metodologici* per la
rappresentazione della **dinamica finanziaria**
nell'ambito del controllo consuntivo e
preventivo



IL CONTROLLO FINANZIARIO

- OGGETTO: governo dei flussi dei fondi (impieghi/risorse, entrate/uscite monetarie) al fine di assicurare le condizioni di equilibrio finanziario della gestione
 - » Finanziamento dei fabbisogni finanziari
 - » Investimento delle disponibilità liquide
- STRUMENTI:
 - » Controllo consuntivo. Analisi finanziarie
 - » Controllo preventivo o Programmazione finanziaria:
Valutazioni finanziarie
- Il controllo finanziario costituisce il supporto indispensabile per l'attuazione della politica finanziaria
 - » Scelte di struttura finanziaria

CONTROLLO FINANZIARIO E POLITICA FINANZIARIA



IL CONTROLLO FINANZIARIO CONSUNTIVO

- OGGETTO: misurazione periodica dei risultati che le operazioni aziendali producono sulla situazione finanziaria (solvibilità, liquidità)
 - » Conformità previsioni e analisi scostamenti
- STRUMENTI: analisi di bilancio (bilanci pro-forma, bilancio d'esercizio) attraverso regole tecniche
 - » Modalità di riclassificazione: riclassificazione del Conto economico e dello Stato patrimoniale
 - » Metodologie di analisi delle poste di bilancio: “quadro di controllo”

LA RICLASSIFICAZIONE DEI VALORI DI BILANCIO

- La riclassificazione del Conto economico
 - » Schema a valore della produzione e a valore aggiunto

- La riclassificazione dello Stato patrimoniale
 - » *Criterio finanziario*: utile per desumere indicatori sul grado di liquidità dell'impresa
 - » *Criterio di pertinenza gestionale*: riferimento per l'analisi della dinamica finanziaria

Aggregati patrimoniali di sintesi

Margine di struttura	CN - ITN
Capitale circolante netto finanziario	ABT-PBT
Margine di Tesoreria	(ABT-MAG) -PBT
Capitale Circolante netto operativo	AC - PC
Capitale circolante netto commerciale	(CR + MAG) -DC

Indicatori di redditività

Redditività capitale proprio (ROE)	RN/CN
Redditività Capitale investito (ROI)	RO/CI
Redditività Capitale investito gestione caratteristica	ROC/CI.GC
Redditività vendite	ROC/RNV
Tasso incidenza oneri e proventi extra gestione operativa	RN/RO
Costo mezzi di terzi (<i>i</i>)	OF/MT

Indicatori di struttura finanziaria

Leverage	$MT/CN, CI/CN$
Copertura immobilizzazioni tecniche nette	CN/ITN
Incidenza indebitamento bancario totale	DBT/CI
Durata media debiti commerciali (GG.FR)	$(DC/ACQ)*360$

Indicatori di impiego del capitale investito

Rotazione capitale investito	RNV/CI
<i>capitale investito gestione caratteristica</i>	$RNV/CI.GC$
Rotazione attività immobilizzate	RNV/AIM
<i>attività immobilizzate gestione caratteristica</i>	$RNV/AIM.GC$
Rotazione attività breve termine	RNV/ABT
Rotazione attività correnti	RNV/AC
Durata media crediti commerciali (GG.CR)	$(CR/RNV)*360$
Durata media magazzino (GG.MG)	$(MAG/RNV)*360$
Ciclo Capitale circolante netto commerciale	$GG.CR+GG.MAG-GG.FR$

Indicatori di liquidità

Liquidità corrente

ABT/PBT

Liquidità immediata

$(ABT-MAG)/PBT$

Indicatori di produttività

Ricavi netti vendita per dipendente

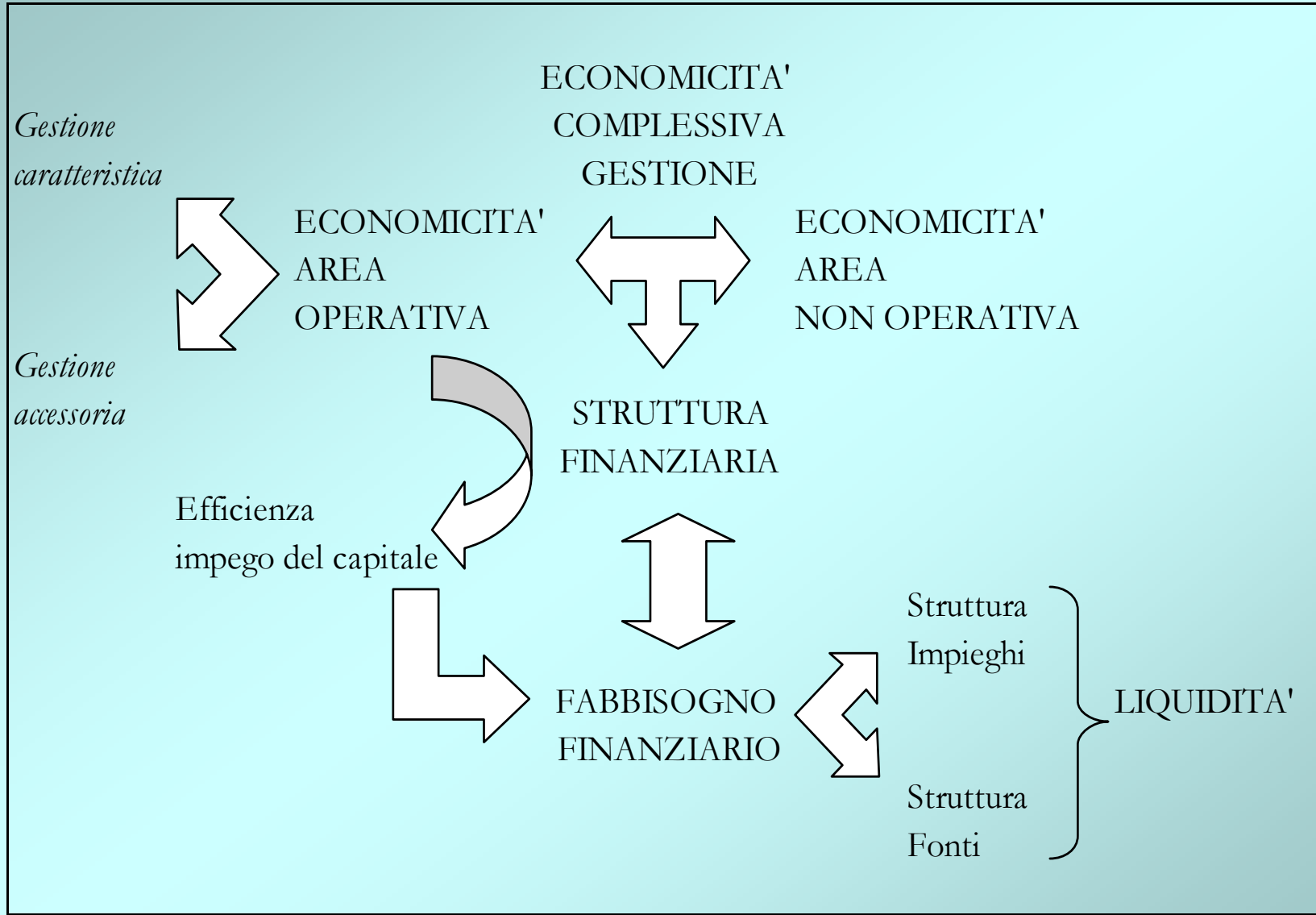
$RNV/n^{\circ} DIP$

Valore aggiunto per dipendente

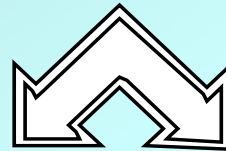
$VA/n^{\circ} DIP$

Costo del personale per dipendente

$CP/n^{\circ} DIP$



RISCHIO GLOBALE
 Δ ROE



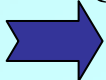
RISCHIO OPERATIVO
 Δ ROI

RISCHIO FINANZIARIO
 Δ LEV

*Redditività
del
settore*

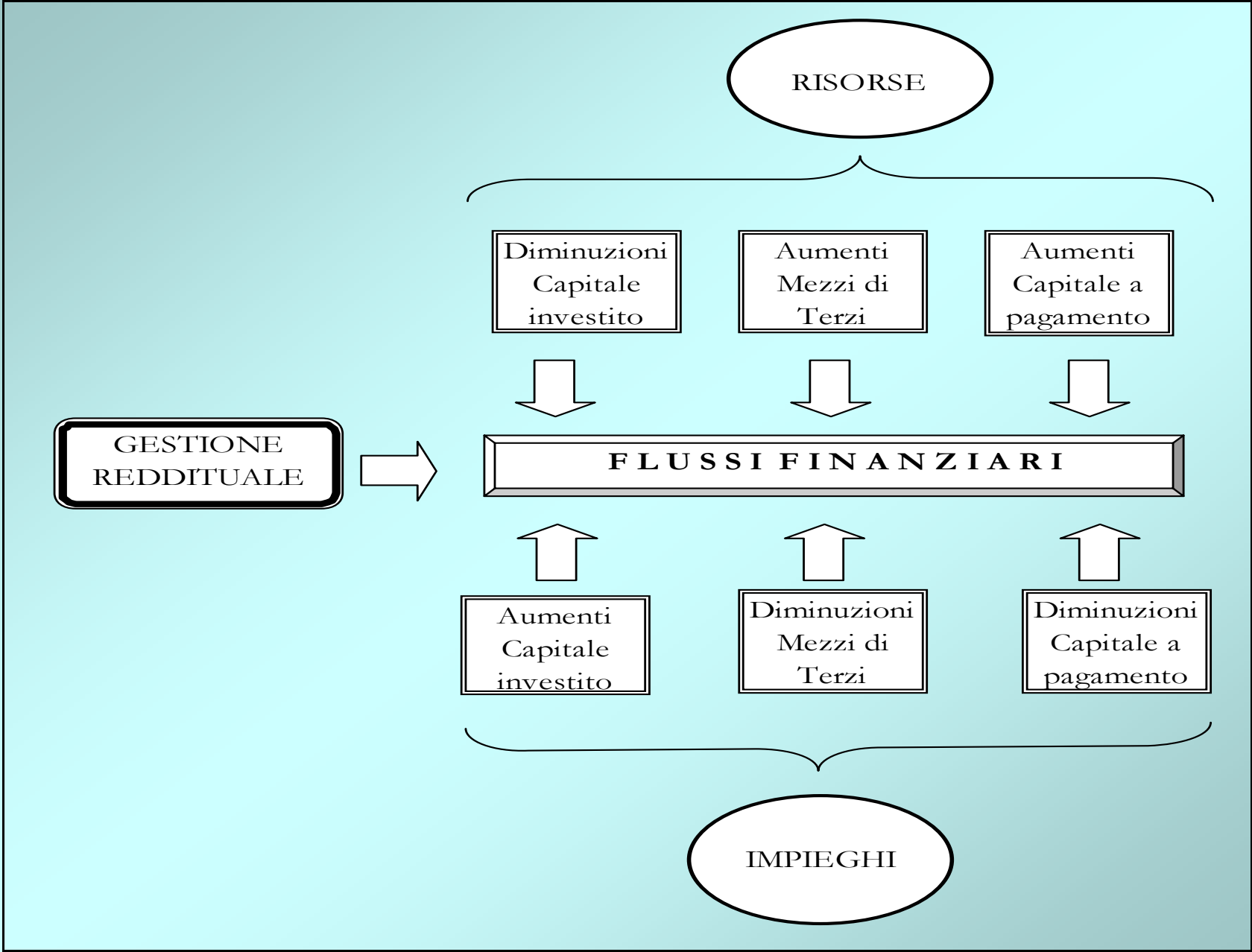
*Capacità
competitiva
dell'impresa*

LA DINAMICA FINANZIARIA E I FLUSSI FINANZIARI

- Le analisi di cui si avvale il controllo finanziario comprendono, in stretta congiunzione con gli indicatori, i FLUSSI FINANZIARI  quadro di controllo completo.
- Metodologia di rappresentazione della dinamica finanziaria:
 - » Quantificare con riferimento a un determinato periodo di tempo l'ammontare e la composizione dei flussi di fondi che alimentano le diverse aree e settori della gestione aziendale.

LA RAPPRESENTAZIONE DELLA DINAMICA FINANZIARIA: IL RENDICONTO FINANZIARIO

- Aree e settori gestionali di origine (risorse e entrate monetarie) e di destinazione (impieghi e uscite monetarie) dei flussi:
 - ✓ *Gestione reddituale*
 - ✓ *Investimenti*
 - ✓ *Finanziamenti*
 - ✓ *Rimunerazioni finanziarie*
- Il complessivo flusso dei fondi produce differenti risultati finanziari:
 - *Fabbisogno di periodo gestione corrente*: Δ Capitale circolante netto operativo
 - *Formazione della liquidità*: Δ Situazione monetaria netta



LA DINAMICA FINANZIARIA DELLA *MECCANICA S.r.l.*

- La ricostruzione della dinamica finanziaria avviene attraverso l'identificazione dei flussi finanziari e monetari per aree e settori gestionali di origine e destinazione:
 - ❖ Gestione reddituale caratteristica
 - ❖ Gestione reddituale accessoria
 - ❖ Gestione reddituale straordinaria
 - ❖ Investimenti
 - ❖ Finanziamenti
 - ❖ Rimunerazioni finanziarie
 - ❖ Altri movimenti finanziari
- Gestione reddituale

PREDISPOSIZIONE RENDICONTO FINANZIARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Pro-memoria

- RETTIFICAZIONE POSTE DI BILANCIO: *Contenuto finanziario*
 - Rettifiche di valore degli elementi che compongono il Capitale circolante netto (svalutazione crediti commerciali)
 - Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali
 - Capitalizzazioni delle spese pluriennali
 - Capitalizzazioni e storni di oneri finanziari
 - Plusvalenze e minusvalenze
 - Svalutazioni e rivalutazioni
 - Ratei e risconti

PREDISPOSIZIONE RENDICONTO FINANZIARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Fasi di sviluppo

1. Determinazione in base allo SP del risultato finanziario: Δ
Capitale circolante netto operativo
2. Determinazione, attraverso le voci di CE,
dell'autofinanziamento lordo della gestione reddituale
caratteristica (*Flusso di circolante della gestione reddituale*
caratteristica al netto delle imposte)

In via diretta

In via indiretta

PREDISPOSIZIONE RENDICONTO FINANZIARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Fasi di sviluppo

3. Determinazione del flusso finanziario prodotto dalle operazioni che rientrano nella gestione reddituale accessoria dell'area operativa
4. Determinazione, attraverso le Δ nelle poste dello SP, dei flussi finanziari che rientrano nel settore degli INVESTIMENTI.
5. Determinazione, attraverso le Δ delle poste dello SP, dei flussi finanziari collegati con le OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO a titolo di debito e di capitale

PREDISPOSIZIONE RENDICONTO FINANZIARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Fasi di sviluppo

6. Determinazione dei flussi finanziari collegati con il settore delle RIMUNERAZIONI FINANZIARIE: oneri finanziari su debiti, canoni di leasing, dividendi.
7. Determinazione dei flussi finanziari collegati con il settore residuale degli altri movimenti finanziari (es: debiti commerciali a medio/lungo termine)
8. Determinazione dei flussi finanziari totali
9. Predisposizione *Report di sintesi*: **Rendiconto finanziario**

PREDISPOSIZIONE RENDICONTO MONETARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Fasi di sviluppo

1. Determinazione sulla base dello SP del risultato finanziario: Δ Situazione monetaria netta
2. Determinazione del flusso monetario della gestione corrente, al netto delle imposte
 - ✓ *In via diretta*: differenza tra entrate e uscite monetarie
 - ✓ *In via indiretta*: per differenza tra il flusso di circolante della gestione reddituale caratteristica e la Δ del Capitale circolante netto operativo (a esclusione delle Disponibilità liquide)

PREDISPOSIZIONE RENDICONTO MONETARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Fasi di sviluppo

3. Determinazione del flusso monetario prodotto dalle operazioni che rientrano nella gestione accessoria
4. Determinazione flussi di cassa collegati con le tipologie di operazioni che rientrano nel settore degli
INVESTIMENTI
5. Determinazione flussi di cassa derivanti dalle operazioni di
FINANZIAMENTO a titolo di debito e di capitale

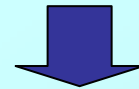
PREDISPOSIZIONE RENDICONTO MONETARIO DELLA *MECCANICA S.r.l.*:

Fasi di sviluppo

6. Determinazione flussi di cassa collegati con i settori delle
REMUNERAZIONI FINANZIARIE: oneri finanziari su
debiti, canoni di leasing, dividendi.
7. Determinazione flussi monetari totali per aggregazione
delle tipologie di flussi illustrate nei punti precedenti
8. Predisposizione *Report di sintesi* (prospetti variamente
articolati): **Rendiconto monetario**

IL CONTROLLO PREVENTIVO E LA PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA

- Le **valutazioni finanziarie di tipo prospettico** mirano a determinare il fabbisogno finanziario originato dai piani e programmi aziendali e a verificare le condizioni di sostenibilità del fabbisogno, ossia di compatibilità finanziaria dei piani e dei programmi



PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA

Verifica delle compatibilità finanziarie dei piani e programmi aziendali al fine di correlare la formazione dei fabbisogni finanziari con la capacità di finanziamento esterno e interno

LA PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA

- Programmazione finanziaria: tre differenti livelli collegati con l'orizzonte temporale delle operazioni aziendali
 - *PLANIFICAZIONE FINANZIARIA*: mira a valutare le compatibilità finanziarie di **medio periodo** delle scelte di fondo che sono alla base del business plan
 - ✓ Bilancio preventivo e preventivo finanziario
 - *PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA D'ESERCIZIO*: mira a valutare le compatibilità finanziarie delle politiche aziendali nell'ambito del programma **annuale** di attività
 - ✓ Bilanci preventivi e Budget di cassa
 - *PROGRAMMAZIONE DI TESORERIA*: mira a valutare l'equilibrio di **brevissimo periodo** tra le entrate e le uscite di cassa

LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Aspetti metodologici

1. Costruzione del foglio di lavoro: sulla base del business plan si determinano l'ammontare delle attività immobilizzate, dei ricavi netti di vendita, del costo del lavoro, dei crediti e debiti commerciali, del magazzino ...
2. Costruzione Conto economico preventivo intermedio
 - **Avanzo di gestione**: risultato reddituale al lordo degli oneri finanziari e delle imposte sul reddito
3. Costruzione Stato patrimoniale preventivo intermedio
 - Impieghi in essere – Risorse disponibili: **Saldo finanziario**
 - >0 : Fabbisogno finanziario residuale
 - <0 : Liquidità addizionale

LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Aspetti metodologici

4. Scelte di copertura del fabbisogno finanziario residuale o di investimento della liquidità addizionale
 - Stima *oneri finanziari* e *imposte sul reddito*
5. Completamento Conto economico preventivo intermedio e definizione Conto economico preventivo finale
6. Completamento Stato patrimoniale preventivo intermedio e definizione Stato patrimoniale preventivo finale
 - Gli oneri finanziari si sommano ai *debiti finanziari* negoziati a fronte del fabbisogno
 - Le imposte sul reddito figurano come *debito*
 - Il reddito netto rientra nei *mezzi propri*
7. Rappresentazione dinamica finanziaria: Rendiconti finanziari

LA PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA D'ESERCIZIO

Aspetti metodologici

1. Costruzione del foglio di lavoro: sulla base del budget economico si determinano *mese per mese* i dati relativi a costi/ricavi, impieghi/fonti, uscite/entrate
2. Costruzione Conto economico preventivo intermedio: formazione progressiva mensile margini reddituali
 - *Avanzo di gestione*
3. Costruzione Budget di cassa
 - Entrate – Uscite : *Flusso netto di cassa totale*
 - >0 : Formazione di liquidità
 - <0 : Fabbisogno finanziario

LA PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA D'ESERCIZIO

Aspetti metodologici

4. Determinazione fabbisogno o liquidità
 - Stima relativi *interessi passivi su debiti bancari* o degli interessi attivi sui depositi bancari
5. Completamento Conto economico preventivo intermedio e definizione *Conto economico preventivo finale*
6. Costruzione *Stato patrimoniale preventivo finale*
 - Il fabbisogno finanziario è stato stimato attraverso il Budget di cassa: viene quindi superata la fase della costruzione dello Stato patrimoniale preventivo intermedio

LA PROGRAMMAZIONE FINANZIARIA DI TESORERIA

- Valutazione dell'equilibrio di breve e brevissimo periodo tra le entrate e le uscite monetarie mediante *Budget di tesoreria con scadenza settimanale o decadale*
- Offre informazioni per il controllo della situazione monetaria e per l'esecuzione degli incassi e dei pagamenti
- Rilevante ai fini della gestione giornaliera delle movimentazioni dei conti correnti bancari
 - Opportunità di identificare i flussi monetari non solo in base alla data di manifestazione, ma anche in funzione della data di valuta delle operazioni, così da giungere alla preventiva determinazione della dinamica dei saldi liquidi dei conti bancari

ANALISI CONSUNTIVA E PREVENTIVA

1. Analisi ex post: Analisi per indici e flussi
 - ✓ Interpretare la gestione passata, individuare eventuali problemi e analizzare le ragioni degli scostamenti
2. Analisi ex ante: Programmazione finanziaria
 - ✓ Individuare l'evoluzione della gestione con particolare riferimento alla capacità di generare reddito e cassa

CONTROLLO FINANZIARIO:

Sintesi e Report

- ***Controllo preventivo***: verifica della compatibilità finanziaria dei programmi e previsione fabbisogno finanziario
- ***Controllo consuntivo*** della formazione del fabbisogno finanziario e della situazione finanziaria
- ***Analisi degli scostamenti*** rispetto a quanto prefigurato in sede di controllo preventivo
- Individuazione ***linee di azione correttive***: ricondurre fabbisogno finanziario e situazione finanziaria agli assetti desiderati
- ***Riformulazione bilanci preventivi e budget di cassa*** secondo le linee di azione correttive

FORMAZIONE DEL FABBISOGNO FINANZIARIO

Le tre principali configurazioni del Fabbisogno finanziario

1. FABBISOGNO FINANZIARIO *COMPLESSIVO*

1. FABBISOGNO FINANZIARIO COMPLESSIVO *NETTO*

2. FABBISOGNO FINANZIARIO *ADDIZIONALE*

3. FABBISOGNO FINANZIARIO *ESTERNO*

IL FABBISOGNO FINANZIARIO COMPLESSIVO

- *Fabbisogno finanziario complessivo* (FFC) = Capitale investito lordo (CI.L) = Attività correnti (AC) + Immobilizzazioni lorde (AIM.L)

$$\text{FFC}_t = \text{CI.L}_t = \text{AC}_t + \text{AIM.L}_t$$

- Il FFC è originato da
 - Fattori interni d'impresa: capacità produttiva installata e utilizzata, caratteristiche sistema produttivo, volumi di attività
 - Fattori esterni d'ambiente: tecnologia, prezzi, struttura mercati

IL FABBISOGNO FINANZIARIO COMPLESSIVO

- I fattori da cui ha origine il *Fabbisogno finanziario complessivo* possono essere ricondotti in sintesi:
 - Ricavi netti di vendita (\mathbf{RNV}_t)
 - Intensità complessiva di capitale (\mathbf{K}^C_t)

$$K^C_t = CI.L_t/RNV_t = AC_t/RNV_t + AIM.L_t/RNV_t$$

$$K^C_t = K^{AC}_t + K^{AIM.L}_t$$

- Intensità capitale riferita alle attività correnti: K^{AC}_t
- Intensità capitale riferita alla combinazione tecnologica: $K^{AIM.L}_t$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO COMPLESSIVO

- Il *Fabbisogno finanziario complessivo* può quindi essere espresso analiticamente in funzione
 - » dei Ricavi netti di vendita
 - » dell'Intensità complessiva di capitale

$$FFC_t = RNV_t \times K^C_t$$

$$FFC_t = RNV_t \times (K^{AC}_t + K^{AIM.L}_t)$$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO COMPLESSIVO NETTO

- *Fabbisogno finanziario complessivo netto* (FFCN) =
Impieghi rettificati lordi (IMP.RL) = Capitale circolante
netto operativo (CCNO) + Immobilizzazioni lorde (AIM.L)

$$\text{FFCN}_t = \text{CCNO}_t + \text{AIM.L}_t$$

- Il FFCN riflette
 - i ricavi netti di vendita: **RNV**
 - l'intensità complessiva netta di capitale: **K^{CN}**
 - dove $K^{\text{CN}}_t = \text{CCNO}_t / \text{RNV}_t + \text{AIM.L}_t / \text{RNV}_t = K^{\text{CCNO}}_t + K^{\text{AIM.L}}_t$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO COMPLESSIVO NETTO

- Il *Fabbisogno finanziario complessivo netto* può quindi essere espresso analiticamente

$$\mathbf{FFCN}_t = \mathbf{RNV}_t \times \mathbf{K}^{\mathbf{CN}}_t$$

- esplicitando le componenti dell'Intensità di capitale in merito alla gestione del capitale circolante netto operativo e alla combinazione tecnologica:

$$\mathbf{FFCN}_t = \mathbf{RNV}_t \times (\mathbf{K}^{\mathbf{CCNO}}_t + \mathbf{K}^{\mathbf{AIM.L}}_t)$$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO NETTO ADDIZIONALE

- *Fabbisogno finanziario netto addizionale* ($FFNA_t$) =
 Δ Impieghi rettificati lordi (Δ IMP.RL_t) = Δ Capitale
circolante netto operativo (Δ CCNO_t) + Δ Immobilizzazioni
lorde (Δ AIM.L_t) = Δ Risorse finanziarie (Δ RS_t) = Δ Debiti
finanziari (Δ DF_t) + Δ Conferimenti titolo di capitale (Δ CS_t)

$$FFNA_t = \Delta CCNO_t + \Delta AIM.L_t = \Delta DF_t + \Delta CS_t$$

$$FFNA_t = FFCN_t - FFCN_{t-1}$$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO NETTO ADDIZIONALE

- Ricordando che $\text{FFCN}_t = \text{RNV}_t \times \text{K}^{\text{CN}}_t$
- È possibile esprimere il FFNA in funzione dei ricavi netti di vendita e dell'intensità di capitale

$$\text{FFNA}_t = \text{RNV}_t \times \text{K}^{\text{CN}}_t - \text{RNV}_{(t-1)} \times \text{K}^{\text{CN}}_{t-1}$$

- Tenendo inoltre presente che
 - $\text{RNV}_{(t-1)} = \text{RNV}_t - \Delta \text{RNV}_t$
 - $\text{K}^{\text{CN}}_{t-1} = \text{K}^{\text{CN}}_t - \Delta \text{K}^{\text{CN}}_t$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO NETTO ADDIZIONALE

- È possibile evidenziare le variabili rilevanti nella formazione del FFNA

$$FFNA_t = \Delta RNV_t \times K^{CN}_{t-1} + RNV_t \times \Delta K^{CN}_t$$

- Dinamica dei Ricavi netti di vendita a parità di valori dell'intensità di capitale
- Modificazioni che intervengono nei valori dell'Intensità di capitale derivanti
 - dalle scelte in merito al grado di utilizzo della capacità produttiva a parità di combinazione tecnologica e di gestione del capitale circolante
 - dalle revisione delle scelte in materia di gestione del circolante e di combinazione tecnologica

IL FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO

(Grandezza flusso)

- *Fabbisogno finanziario esterno* (FFE_t) = Fabbisogno finanziario netto addizionale ($FFNA_t$) – Autofinanziamento netto (AUT_t) = Δ Debiti finanziari (ΔDF_t) + Δ Conferimenti titolo di capitale (ΔCS_t) = Saldo entrate/uscite monetarie (FMT_t)

$$FFE_t = FFNA_t - AUT_t = \Delta DF_t + \Delta CS_t = FMT_t$$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO

- Esprimendo l'autofinanziamento in percentuale sui ricavi netti: Margine unitario di autofinanziamento (Z_t) = AUT_t / RNV_t

- $FFE_t = FFNA_t - (Z_t \times RNV_t)$

$$FFE_t = \Delta RNV_t \times K^{CN}_{t-1} + RNV_t \times (\Delta K^{CN}_t - Z_t)$$

- $\Delta K^{CN}_t - Z_t$ capacità del Margine unitario di autofinanziamento di assicurare la copertura interna alla variazione unitaria del fabbisogno complessivo netto prodotta dalla dinamica dei ricavi netti di vendita, dalla gestione del circolante e dalla combinazione tecnologica

IL FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO

- FFE è nullo quando $FFNA = AUT$, ossia quando

$$\Delta RNV_t \times K_{t-1}^{CN} = - RNV_t \times (\Delta K_t^{CN} - Z_t)$$

$$\Delta RNV_t / RNV_t \times K_{t-1}^{CN} = Z_t - \Delta K_t^{CN}$$

- Indicando con X_t il tasso di sviluppo dei ricavi netti di vendita : $X_t = \Delta RNV_t / RNV_t$ si ha che:

- $X_t \times K_{t-1}^{CN} = Z_t - \Delta K_t^{CN}$

$$X_t = (Z_t - \Delta K_t^{CN}) / K_{t-1}^{CN}$$

IL FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO

$$X_t = (Z_t - \Delta K^{CN}_t) / K^{CN}_{t-1}$$

- $(Z_t - \Delta K^{CN}_t) / K^{CN}_{t-1}$ indica la Capacità relativa di autofinanziamento: copertura che il Margine di autofinanziamento è in grado di assicurare all'intensità di capitale e alle sue variazioni
- **FFE = 0**, Autosufficienza finanziaria: quando il Tasso di sviluppo dei ricavi netti di vendita risulta in equilibrio con la Capacità relativa di autofinanziamento

IL FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO

- FFE è positivo quando $FFNA > AUT$, ossia quando

$$\Delta RNV_t \times K^{CN}_{t-1} > - RNV_t \times (\Delta K^{CN}_t - Z_t)$$

$$X_t > (Z_t - \Delta K^{CN}_t) / K^{CN}_{t-1}$$

- **FFE > 0**, Dipendenza finanziaria esterna: quando il Tasso di sviluppo dei ricavi netti di vendita supera la Capacità relativa di autofinanziamento

IL FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO

- FFE è negativo quando $FFNA < AUT$, ossia quando

$$\Delta RNV_t \times K^{CN}_{t-1} < - RNV_t \times (\Delta K^{CN}_t - Z_t)$$

$$X_t < (Z_t - \Delta K^{CN}_t) / K^{CN}_{t-1}$$

- **FFE < 0**, Formazione eccedenze monetarie: quando il Tasso di sviluppo dei ricavi netti di vendita assume valori inferiori a quelli della Capacità relativa di autofinanziamento

FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO E CICLO DI VITA DELL'IMPRESA

1. INGRESSO SUL MERCATO: Margini di autofinanziamento esigui, se non nulli; livelli di Intensità di capitale levati. Tassi di sviluppo delle vendite nettamente superiori al Margine relativo di autofinanziamento.

✓ **FFE > 0**

2. ESPANSIONE: l'autofinanziamento diventa positivo ne cresce in valore assoluto; tuttavia, in rapporto all'Intensità di capitale, il Margine relativo di autofinanziamento risulta inferiore al Tasso di sviluppo delle vendite

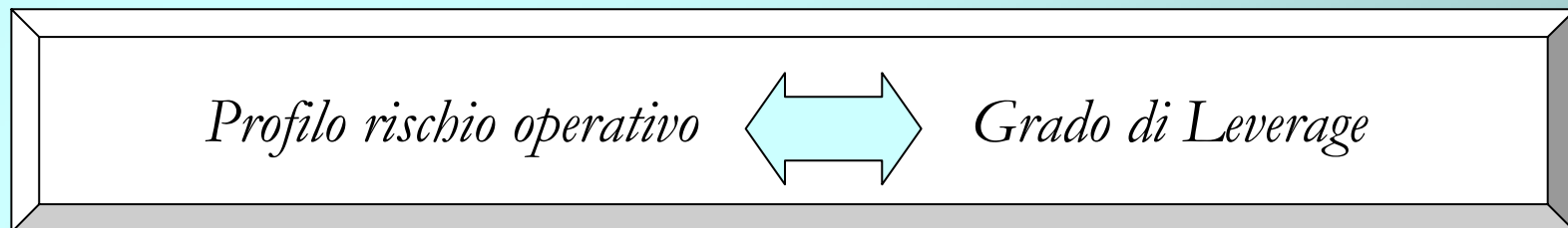
✓ **FFE > 0**

FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO E CICLO DI VITA DELL'IMPRESA

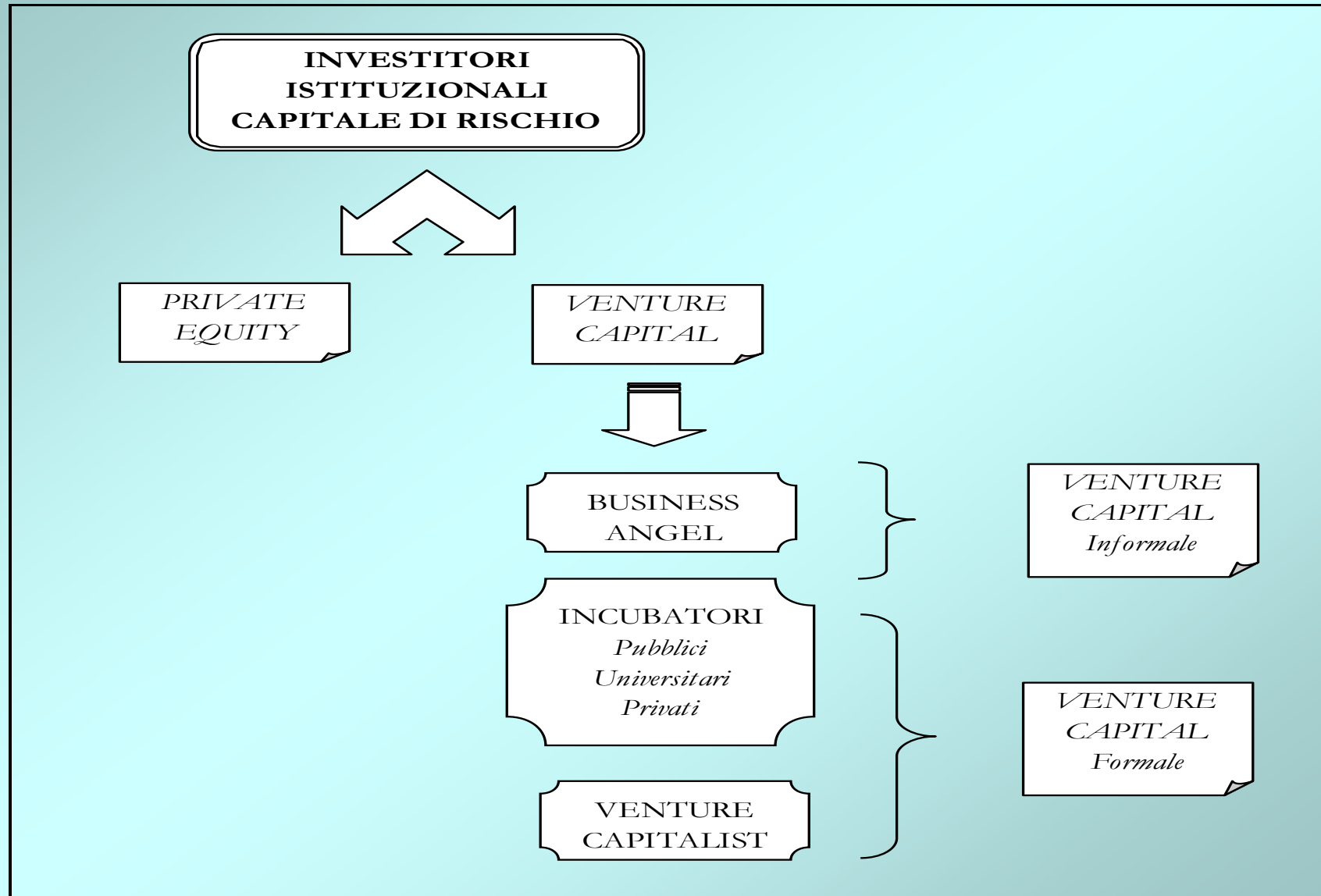
3. **MATURITA'**: stabilizzazione e conseguente contrazione
Tasso di sviluppo delle vendite; crescita Margine relativo di autofinanziamento; flessione Intensità di capitale.
 - ✓ **FFE = 0**, successivamente **FFE < 0**
4. **DECLINO**: Tassi di sviluppo delle vendite negativi o nulli e diminuzione margine di autofinanziamento; flessione dell'Intensità di capitale che contribuisce tuttavia a sostenere il Margine relativo di autofinanziamento
 - ✓ **FFE < 0** : accumulazione mezzi monetari da investire per l'avvio di nuove produzioni o l'acquisto di imprese in fase di espansione

FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO E CICLO DI VITA DELL'IMPRESA

- Alle varie fasi del ciclo di vita dell'impresa è possibile associare Fabbisogni finanziari caratterizzati da differenti
 - ✓ *Profili di rischio*
 - ✓ *Profili di scadenza*
- I differenti profili di rischio e di scadenza si riflettono sulle scelte di copertura del fabbisogno finanziario, ossia sulle tipologie di fonti di finanziamento esterne
 - ***Composizione della Struttura finanziaria***



GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL CAPITALE DI RISCHIO



Incubatori d'impresa: le due tipologie principali

Incubatore

```
graph TD; A([Incubatore]) --> B[PROFIT ORIENTED]; A --> C[NON-PROFIT ORIENTED];
```

PROFIT ORIENTED

- operatori privati;
- fee/equity oriented;
- collegati al mercato del capitale di rischio.

NON-PROFIT ORIENTED

- operatori pubblici/istituzioni;
- obiettivi di sviluppo economico (*fill the gap*);
- utilizzo prevalente di risorse pubbliche.

A.I.F.I.

LA COPERTURA DEL FABBISOGNO FINANZIARIO NELLA FASE DI AVVIO

	Tipologia Investimenti	Natura Fabbisogno	Ammontare Fabbisogno	Livello Rischio	Operatori
<i>SEED</i>	Messa a punto progetto	Immateriale	Contenuto	Molto elevato	Incubatori <i>Business Angels</i>
<i>START UP</i>	Strutturali e in CCN	Materiale e immateriale	Abbastanza consistente	Elevato	<i>Venture Capitalist</i>
<i>FIRST STAGE</i>	In CCN e per sviluppo	Materiale e immateriale	Elevato	Elevato	<i>Venture Capitalist</i>

Investitori istituzionali nel capitale di rischio: DISMISSIONE DELLA PARTECIPAZIONE

- L'investitore istituzionale nel capitale di rischio rappresenta un socio temporaneo, interessato quindi alla **dismissione della partecipazione**, puntando alla realizzazione di *capital gain*
- I canali di disinvestimento
 - ✓ Quotazione in borsa (*IPO*)
 - ✓ Vendita titoli a un'altra impresa (*Trade sale*)
 - ✓ Vendita titoli a un altro intermediario finanziario
 - ✓ Riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore originario
 - ✓ Vendita al management
 - ✓ *Write off*

LA COPERTURA DEL FABBISOGNO FINANZIARIO

- Le fonti finanziarie a cui attingere per dare copertura al fabbisogno finanziario sono di due tipologie
 - Fonti **interne**
 - Fonti **esterne**
- Gli elementi che condizionano la scelta delle fonti di finanziamento:
 - ✓ Caratteristiche del fabbisogno da soddisfare
 - ✓ Compatibilità delle fonti rispetto la struttura finanziaria dell'impresa
 - ✓ Convenienza economica singole fonti (costi, aspetti fiscali)
 - ✓ Grado di apertura del capitale ed esigenze legate al controllo
 - ✓ Caratteristiche sistema finanziario e mercato dei capitali

FABBISOGNO FINANZIARIO ESTERNO E CICLO DI VITA DELL'IMPRESA: Il caso delle PMI Italiane

- Elementi che influiscono sulla definizione della struttura finanziaria
- Rapporto proprietà – controllo: presenza di una famiglia fondatrice e proprietaria

Obiettivo prioritario: *mantenimento controllo*

- Autofinanziamento o indebitamento

Crescita dimensionale per salti

- Influsso variabili fiscali (*DIT: Dual income tax*)

LA VALUTAZIONE DI CONVENIENZA ECONOMICA DEGLI INVESTIMENTI

- **INVESTIMENTO:** operazione contraddistinta dall'impiego attuale di capitale (*capital expenditure*) cui si contrappongono ritorni futuri (*return*) lungo un determinato orizzonte temporale (*holding period*)
- **VALUTAZIONE DI CONVENIENZA ECONOMICA:** confronto tra l'ammontare dell'impiego attuale (certo) e quello dei ritorni futuri (incerti/rischiosi). Si parla quindi di *ritorni futuri attesi*
- **METODOLOGIE DI BASE** per la valutazione della convenienza economica degli investimenti

PROFILO DELL'INVESTIMENTO

- *Profilo dell'investimento*: è definito dalla dimensione e dalla distribuzione temporale dell'impiego di capitale e dei ritorni
- Profilo reddituale –patrimoniale (Approccio contabile):
 - ❖ Impiego di capitale = Capitale investito
 - ❖ Ritorni = Risultato operativo al netto delle imposte
- Profilo monetario (Approccio finanziario):
 - ❖ Impiego di capitale = Uscite monetarie
 - ❖ Ritorni = Entrate monetarie

PROFILO DELL'INVESTIMENTO: Approccio finanziario e configurazioni dell'investimento

- Investimento *point input – continuous output*: uscita iniziale di cassa a fronte della spesa di investimento e da entrate di cassa ripartite nel tempo che derivano dai ritorni prodotti dalla spesa stessa
- Investimento *continuous input – point output*: ripetute uscite di cassa a fronte di un'unica entrata di cassa finale
- Investimento *continuous input – continuous output*: successione temporale di entrate e uscite di cassa

PROFILO DELL'INVESTIMENTO: *point input – continuous output*

- L'investimento comprende 3 componenti fondamentali
 - ✓ Impiego iniziale di capitale (*spesa d'investimento*): flusso di cassa in uscita
 - ✓ *Ritorni attesi*: flussi di cassa periodali in entrata generati dall'impiego iniziale di capitale
 - ✓ Recupero finale dell'impiego iniziale di capitale (*disinvestimento*): flusso di cassa in entrata costituito dal valore presunto di realizzo dell'investimento al termine dell'orizzonte temporale di detenzione dell'investimento stesso

LE TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

- OGGETTO
 - Attività immobilizzate materiali: Investimenti tecnici fissi
 - Attività immateriali: Investimenti economici
 - Attività finanziarie: Investimenti finanziari
 - Capitale circolante: Investimenti in circolante
- FINALITA'
 - Investimenti di sostituzione
 - Investimenti di espansione
 - Investimenti di intensificazione
- GRADO DI DIPENDENZA
 - Indipendenti
 - Vincolati
 - Alternativi o Esclusivi

LE METODOLOGIE PER LA VALUTAZIONE DI CONVENIENZA ECONOMICA

- Le metodologie possono fondarsi su *criteri di scelta* aventi natura
 - ❖ Reddituale – patrimoniale: la dimensione dell'impiego è espressa con riferimento al capitale investito; i ritorni sono misurati sulla base del risultato operativo al netto delle imposte
 - ✓ Tasso medio di rendimento
 - ❖ Finanziaria: l'impiego di capitale e i ritorni sono espressi in termini di flussi di cassa, semplici o attualizzati
 - ✓ Periodo di recupero (flussi di cassa semplici); Valore attuale netto (VAN), Tasso interno di rendimento (TIR), Tasso di rendimento attualizzato (TRA)

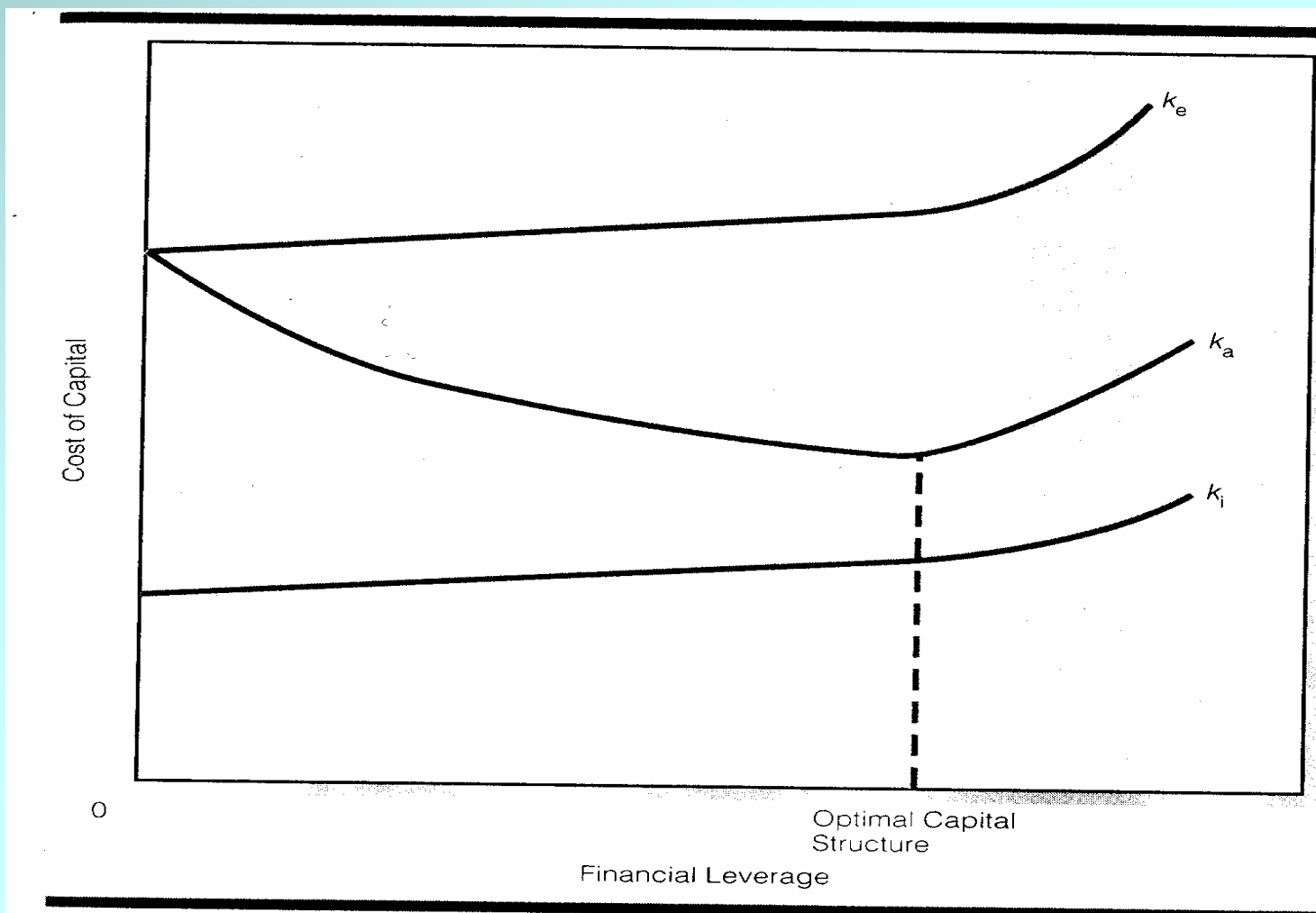
INFORMAZIONI PER LA VALUTAZIONE DI CONVENIENZA ECONOMICA

- *Orizzonte temporale*: periodo di riferimento dell'analisi – vita economica attesa dei progetti
- *Impiego di capitale*: previsioni in merito al capitale investito nei progetti alla fine di ogni anno
 - ✓ Attività immobilizzate nette
 - ✓ Capitale circolante netto operativo
- *Conto economico*: stime sui ricavi e costi del progetto, ammortamenti, oneri finanziari e imposte
 - ✓ Conto economico preventivo dei progetti

INFORMAZIONI PER LA VALUTAZIONE DI CONVENIENZA ECONOMICA

- *Flusso monetario totale*: sommatoria del flusso monetario delle attività immobilizzate (uscite di cassa impiego iniziale, entrate di cassa realizzo finale) e del flusso monetario della gestione corrente
- *Struttura finanziaria*: forme di copertura fabbisogno finanziario e relativo costo
 - ✓ *Leverage*: ripartizione delle fonti tra capitale proprio e debito
- *Costo del capitale*:
 - ✓ Costo del capitale proprio: K_{CP}
 - ✓ Costo del debito: K_{DF}
 - ✓ Costo del capitale (K_C): media ponderata costo del capitale proprio e del debito

STRUTTURA FINANZIARIA E COSTO DEL CAPITALE



TASSO MEDIO DI RENDIMENTO

(Metodi reddituali)

- Il TRM esprime la redditività media generata dal progetto nel corso della sua vita economica, approssimando il ROI del progetto

$$TMR = \text{Risultato operativo netto medio} / \text{Capitale investito medio}$$

- Il TRM va confrontato con il tasso di rendimento minimo richiesto dalla direzione aziendale: Tasso di rendimento soglia (TRS) o *cut off - rate*
- Il ***criterio generale di accettazione***

$$TRM \geq \text{cut off - rate}$$

TASSO MEDIO DI RENDIMENTO

(Metodi reddituali)

- Il tasso di rendimento soglia (*cut off*) è dato dal costo del capitale per l'impresa

$$\text{TRS} = K_C$$

- ✓ Quando il $\text{TMR} = K_C$, il ROE del progetto è uguale alla redditività minima attesa sul capitale proprio: il progetto viene accettato al margine
- ✓ Quando $\text{TMR} > K_C$, il ROE del progetto supera la redditività minima attesa del capitale proprio: il progetto viene accettato
- ✓ Quando $\text{TMR} < K_C$, il ROE del progetto si colloca al di sotto della redditività minima attesa del capitale proprio: il progetto deve essere respinto

PAY – BACK PERIOD

(Metodi finanziari – Flussi di cassa semplici)

- Il Periodo di recupero (PR) rappresenta il periodo di tempo necessario per recuperare la spesa d'investimento (I) attraverso i flussi monetari della gestione corrente (FM)

- ✓ Flussi monetari costanti

$$PR = \frac{I}{FM}$$

- ✓ Flussi monetari variabili

- Periodo di tempo in cui i flussi monetari cumulati uguagliano la spesa di investimento

$$m = \frac{FMC_{t-1}}{\frac{FM_t}{12}}$$

PAY – BACK PERIOD

(Metodi finanziari – Flussi di cassa semplici)

- Il Periodo di recupero (PR) deve essere confrontato con il periodo di recupero massimo accettabile (PRMA) stabilito dalla direzione aziendale

- Il *criterio generale di accettazione* è dato

$$PR \leq PRMA$$

- Il *Pay back period* assume implicitamente una correlazione positiva tra la durata del periodo di recupero e il rischio dei progetti
 - ✓ Più breve è la durata, maggiore il grado di liquidità dell'investimento
 - ✓ Più breve è la durata, minore è il rischio del progetto

PAY – BACK PERIOD

(Metodi finanziari – Flussi di cassa semplici)

- Quali sono i limiti insiti in tale criterio di valutazione?
 - ✓ Non considera i valori generati dopo il *pay-back period*
 - ✓ Non considera il valore finanziario del tempo:
collocazione temporale dei flussi
 - ✓ Non differenzia i progetti in base al capitale investito
 - ✓ Non usando alcun tasso di sconto, non considera il costo del finanziamento
 - ✓ È un indicatore di rischio, non di rendimento

IL VALORE ATTUALE NETTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Il VAN (o *Net present value*) di un progetto di investimento consiste nel valore attuale delle entrate monetarie prodotte dall'investimento al netto del valore attuale delle uscite monetarie a fronte della spesa d'investimento

$$VAN = - I + \sum [FM_t / (1+K)^t] + DI_t / (1+K)^t$$

- ✓ $VAN > 0$: il valore attuale delle entrate monetarie (gestione corrette e valore di presunto realizzo) supera quello delle uscite monetarie (spesa d'investimento)
- ✓ $VAN < 0$: il valore attuale delle entrate monetarie è inferiore a quello delle uscite
- ✓ $VAN = 0$: uguaglianza tra il valore delle entrate e delle uscite

IL VALORE ATTUALE NETTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Il *criterio generale di accettazione* è dato

$$VAN \geq 0$$

Significato finanziario del Valore attuale netto

- Considerare non più la spesa d'investimento, ma il relativo finanziamento a titolo di debito e di capitale
- Il confronto interviene tra il valore attuale delle entrate monetarie prodotte dall'investimento e il valore attuale delle uscite monetarie connesse con
 - ✓ Servizio del debito
 - ✓ Remunerazione attesa capitale proprio e rimborso

IL VALORE ATTUALE NETTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Il VAN rappresenta la variazione del valore monetario del capitale proprio inizialmente destinato al progetto d'investimento
- Se $VAN = 0$: dopo aver assicurato il servizio del debito, il valore dei flussi monetari originati dal progetto è in grado di soddisfare solo le *attese di redditività minima* dei conferenti il capitale proprio
 - ✓ Il valore monetario del capitale proprio inizialmente conferito rimane invariato
 - ✓ Ovvero, il valore di mercato dei titoli azionari rappresentativi del capitale proprio non subisce variazioni

IL VALORE ATTUALE NETTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Se $VAN > 0$: dopo aver assicurato il servizio del debito, il valore dei flussi monetari originati dal progetto supera le *attese di redditività minima* dei conferenti il capitale proprio: il progetto **crea valore** per la proprietà dell'impresa
 - ✓ Il valore monetario del capitale proprio inizialmente conferito tende ad accrescersi
 - ✓ Ovvero, il valore di mercato dei titoli azionari rappresentativi del capitale proprio aumenta

IL VALORE ATTUALE NETTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Se $VAN < 0$: pur nell'ipotesi in cui venga assicurato il servizio del debito, il valore dei flussi monetari originati dal progetto risulta inferiore alle *attese di redditività minima* dei conferenti il capitale proprio: il progetto **distrugge valore** per la proprietà dell'impresa
 - ✓ Il valore monetario del capitale proprio inizialmente conferito tende a ridursi
 - ✓ Ovvero, il valore di mercato dei titoli azionari rappresentativi del capitale proprio diminuisce

IL VALORE ATTUALE NETTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- La scelta del tasso di attualizzazione: *Costo del capitale*
 - ✓ Se il rischio dell'investimento e' simile al rischio d'impresa
- L'ipotesi fondamentale implicita nel metodo del Valore attuale netto (VAN)
 - ✓ I flussi monetari prodotti dall'investimento vengono reinvestiti all'interno dell'impresa e generano un rendimento pari al Costo del capitale

IL TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Il TIR (o *Internal rate return*) rappresenta il tasso implicito al quale corrisponde l'uguaglianza tra il valore attuale delle entrate monetarie prodotte dall'investimento e il valore attuale delle uscite monetarie a fronte della spesa d'investimento
- Il TIR del progetto d'investimento è il tasso x che risolve la seguente uguaglianza

$$I = \sum [FM_t / (1+x)^t] + DI_t / (1+x)^t$$

- t : orizzonte temporale
- I : spesa iniziale d'investimento
- FM : flussi monetari periodali gestione corrente
- DI : flusso di cassa derivante dal valore di presunto realizzo dell'investimento alla fine dell'orizzonte temporale

IL TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Ricordando che il VAN di un progetto di investimento consiste nel valore attuale delle entrate monetarie prodotte dall'investimento al netto del valore attuale delle uscite monetarie a fronte della spesa d'investimento

❖ Il TIR rappresenta il tasso implicito che rende pari a zero il valore attuale netto del progetto

$$0 = -I + \sum [FM_t / (1 + \text{TIR})^t] + DI_t / (1 + \text{TIR})^t$$

IL TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Il *criterio generale di accettazione* è dato

$$\text{TIR} \geq K_C$$

- Il TIR può essere interpretato come il *costo del capitale massimo accettabile* per poter realizzare un progetto di investimento
 - ✓ Se $\text{TIR} = K_C$, $\text{VAN} = 0$: realizzazione al margine del progetto, stabilità valore monetario capitale proprio
 - ✓ Se $\text{TIR} > K_C$, $\text{VAN} > 0$: la realizzazione del progetto accresce il valore monetario del capitale proprio
 - ✓ Se $\text{TIR} < K_C$, $\text{VAN} < 0$: la realizzazione del progetto distrugge valore per la proprietà dell'impresa

IL TASSO DI RENDIMENTO ATTUALIZZATO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- Il TRA è dato dal rapporto tra il valore attuale delle entrate monetarie prodotte dall'investimento e il valore attuale delle uscite monetarie a fronte della spesa d'investimento

$$\text{TRA} = \left\{ \sum [\text{FM}_t / (1+K)^t] + \text{DI}_t / (1+K)^t \right\} / I$$

- t: orizzonte temporale
- I: spesa iniziale d'investimento
- FM: flussi monetari periodali della gestione corrente
- DI: flusso di cassa derivante dal valore di presunto realizzo dell'investimento alla fine dell'orizzonte temporale

IL TASSO DI RENDIMENTO ATTUALIZZATO

(Metodi finanziari – Flussi di cassa attualizzati)

- La relazione esistente tra il TRA e il VAN
 - ✓ Se $TRA = 1$, $VAN = 0$
 - ✓ Se $TRA > 1$, $VAN > 0$
 - ✓ Se $TRA < 1$, $VAN < 0$
- Il *criterio generale di accettazione* è dato da:

$$TRA \geq 1$$