

# FINANZA AZIENDALE

## Capitolo 1 – Introduzione alla finanza aziendale

### 1.1 Che cos'è la finanza aziendale

La finanza aziendale è lo studio delle relazioni tra le decisioni aziendali e il valore delle azioni di un'impresa (Damodaran)

#### 1.1.1 Lo schema di stato patrimoniale dell'impresa

Nella parte sinistra sono rappresentate le attività dell'impresa e possono essere divisi in breve e lungo termine (fisse).

Le attività *fisse* sono quelle destinate a durare nel tempo, come ad esempio gli immobili. Alcune di queste sono tangibili (macchinari, impianti) ed altre intangibili (brevetti e marchi).

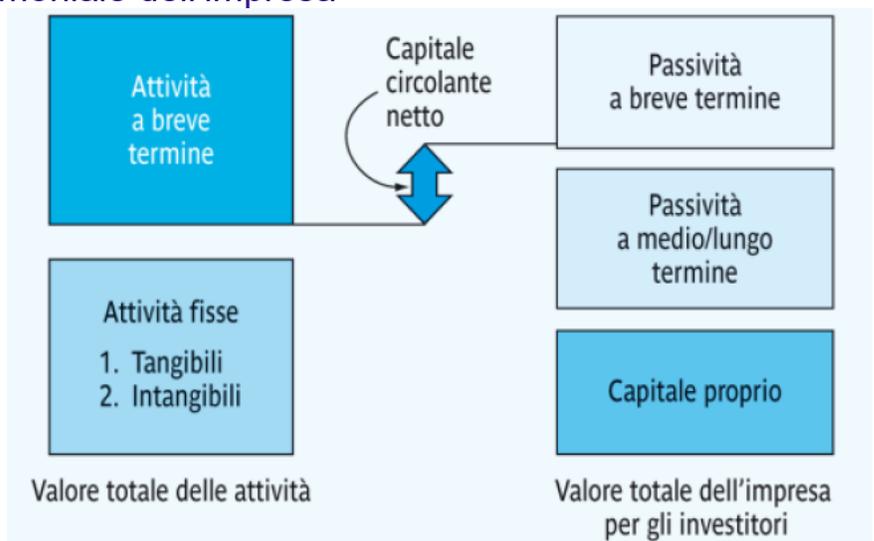
Le attività *a breve* sono quelle che hanno vita breve, come ad esempio le scorte.

Le forme di finanziamento sono a destra; un'impresa può emettere

*debito* (contratti di prestito) o *capitale azionario* (capitale proprio o equity).

Anche le passività si distinguono in *breve* e *medio-lungo termine* (rimborsate entro un anno o oltre l'anno).

L'equity è la differenza tra il valore delle attività e delle passività dell'impresa e indica un diritto residuale sulle attività aziendali.



Partendo da questo schema si può capire perché la finanza aziendale involve lo studio di tre questioni:

1) In quali attività a lungo termine dovrebbe investire l'impresa? Questa domanda concerne la parte sinistra dello stato patrimoniale.

Si usa il termine **capital budgeting** per descrivere il processo di realizzazione e gestione degli impieghi di capitale su attività di lunga durata.

2) Come può l'impresa raccogliere la liquidità necessaria a realizzare le proprie spese in conto capitale? Questo concerne la parte destra dello stato patrimoniale.

Per dare una corretta risposta ci si riferisce alla **struttura finanziaria**, cioè al rapporto fra debiti finanziari (a breve a lungo) ed equity con i quali l'impresa soddisfa il fabbisogno di finanziamento.

3) Come dovrebbero essere gestiti i flussi di cassa operativi a breve termine dell'impresa? Questa domanda concerne la parte superiore dello stato patrimoniale.

La gestione dei flussi di cassa di breve periodo, da un punto di vista contabile, è associata al **capitale circolante netto**, cioè la differenza tra attività e passività a breve termine.

### 1.1.2 La struttura finanziaria

Le modalità di finanziamento determinano il modo in cui il valore dell'impresa è ripartito. I soggetti che acquistano il debito aziendale sono detti *creditori, obbligazionisti o detentori del debito*. I possessori delle azioni sono detti *azionisti (equity)*.

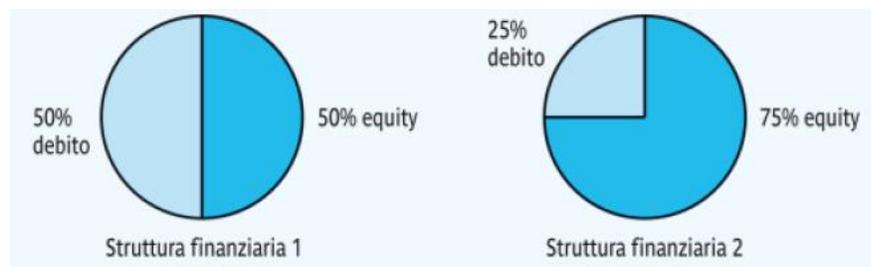
L'impresa può scegliere la propria struttura finanziaria. Inizialmente può aver reperito la liquidità necessaria per investire nelle sue attività emettendo più debito che equity, ma poi può variare il mix emettendo nuovo equity per riacquistare parte del debito.

Nella figura possiamo immaginare l'impresa come una torta. La sua dimensione rappresenta il valore dell'impresa sui mercati finanziari. Il valore dell'impresa  $V$  è espresso come:

$$V = D + E$$

dove  $D$  (debito) è il valore di mercato del debito ed  $E$  (equity) è il valore di mercato dell'equity.

Le modalità con cui la torta viene tagliata possono influenzare il suo valore, quindi il **obiettivo** del manager finanziario è quello di scegliere il rapporto fra  $D$  ed  $E$  che massimizzi il valore dell'impresa  $V$ .



### 1.1.3 Il manager finanziario

Nelle grandi imprese l'attività finanziaria è solitamente svolta da un alto dirigente come il vicepresidente o il CFO (*Chief Financial Officer*) e da un gruppo ristretto di altri funzionari.

Il *tesoriere* e il *controller* dipendono direttamente dal CFO: il tesoriere è responsabile della gestione dei flussi di cassa, delle decisioni di investimento e della programmazione finanziaria; il controller si occupa della gestione della contabilità finanziaria e dei costi, oltre che degli adempimenti fiscali e dei sistemi informativi.

Il CFO è responsabile delle decisioni di **investimento**, di **finanziamento**, della pianificazione finanziaria a breve termine, sovrintende alla contabilità e all'auditing ed assicura il benessere finanziario dell'azienda.

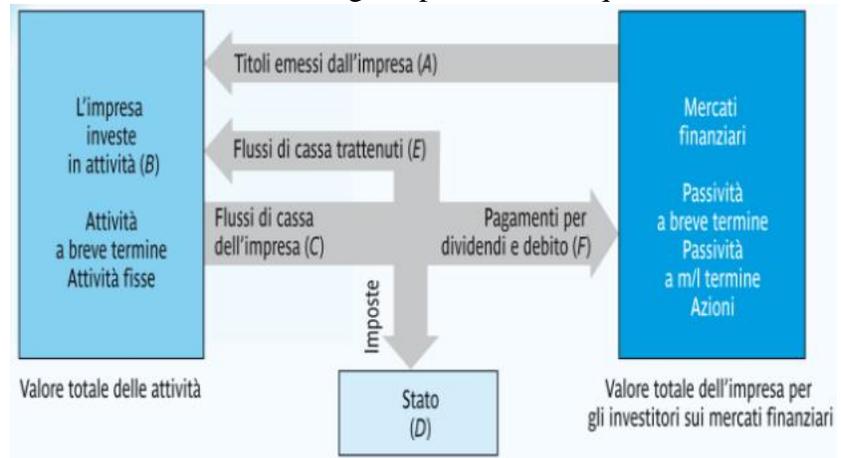
Nelle imprese piccole spesso molti ruoli sono ricoperti dalla stessa persona.

Tra i vari compiti del CFO il più importante consiste nel creare valore dalle attività di capital budgeting, di finanziamento e di gestione del capitale circolante; devono creare valore facendo sì che l'impresa:

- (a) cerchi di acquistare attività che fruttino un rendimento superiore al loro costo;
- (b) venda obbligazioni, azioni e strumenti finanziari che raccolgano più denaro di quanto costano.

L'impresa dovrebbe generare più flussi di cassa di quelli che impiega e i flussi erogati ad azionisti ed obbligazionisti dovrebbero essere maggiori di quelli immessi nell'azienda dagli investitori.

Per vedere il funzionamento di questo processo si possono tracciare i flussi che vanno dall'impresa ai mercati finanziari e viceversa.



L'azienda emette debito ed equity per raccogliere liquidità, che verranno sottoscritti dagli investitori presenti sui mercati finanziari e ciò produce un flusso dai mercati all'impresa (A). La liquidità è impiegata dal management per investire in attività (B). Con il denaro generato dall'impresa (C) vengono remunerati gli azionisti e gli obbligazionisti (F). Non tutto il denaro raccolto viene ridistribuito; una parte è trattenuta (E) e una parte va allo Stato sotto forma di imposte (D). A lungo andare se la liquidità distribuita ad azionisti ed obbligazionisti (F) è maggiore di quella raccolta nei mercati finanziari (A), verrà creato valore.

**L'identificazione dei flussi di cassa.** Non è semplice osservarli direttamente. La maggior parte delle informazioni proviene dai bilanci ed è compito degli analisti finanziari estrarre informazioni dai dati contabili.

**La collocazione temporale dei flussi di cassa.** Il valore di un investimento dipende dal *timing* dei flussi di cassa. Gli individui preferiscono ricevere denaro prima piuttosto che dopo, dato che un euro oggi vale più di un euro domani.

**Il rischio dei flussi di cassa.** L'impresa deve considerare il profilo di rischio del progetto, dato che l'ammontare e l'andamento temporale dei flussi di cassa non sono noti con certezza e la maggior parte degli investitori è avversa al rischio.

## 1.2 L'obiettivo fondamentale del management finanziario

È creare ricchezza o aggiungere valore per i proprietari dell'impresa.

### 1.2.1 Alcuni possibili obiettivi specifici

- sopravvivere
- evitare il dissesto finanziario e il fallimento
- battere la concorrenza
- massimizzare le vendite o la quota di mercato

- minimizzare i costi
- massimizzare i profitti
- mantenere una crescita costante degli utili

Questi obiettivi sono diversi, ma riconducibili a due categorie: *redditività* e *rischio*. Le due categorie sono in conflitto fra di loro perché la ricerca del profitto implica qualche elemento di rischio e quindi è impossibile massimizzare sia la sicurezza sia il profitto. Bisogna formulare un obiettivo che comprenda entrambi i fattori.

### 1.2.2 L'obiettivo del management finanziario

In una SPA il manager finanziario deve prendere decisioni avendo come riferimento primario gli azionisti.

**L'obiettivo del management finanziario consiste nel massimizzare il prezzo delle azioni dell'impresa.** È inteso che il valore sia quello *corrente* delle azioni.

Gli azionisti sono i “proprietari residuali” (*residual owner*) dell'impresa e in quanto tali hanno diritto a ricevere ciò che eccede dopo che sono stati pagati i dipendenti, i fornitori e i creditori. Se ad uno di questi non viene corrisposto il dovuto gli azionisti non ottengono nulla. Se le cose vanno bene per gli azionisti, ne discende che anche gli altri soggetti avranno raggiunto il loro interesse. Possiamo definire la *finanza aziendale* come lo studio delle relazioni fra le decisioni aziendali e il valore delle azioni di un'impresa.

Un obiettivo più generale è quello di “riuscire a massimizzare il valore di mercato del capitale proprio esistente”.

## 1.3 I mercati finanziari

Quando un'impresa ha bisogno di liquidità per investire in nuovi progetti può decidere se indebitarsi o cedere una quota di proprietà dell'azienda.

Se sceglie di ricorrere ad un prestito può rivolgersi ad una banca oppure emettere *titoli di debito* sui mercati finanziari.

I mercati finanziari si dividono in **mercati monetari** e **mercati dei capitali**. Nei primi vengono negoziati titoli di debito a breve scadenza (rimborsabili entro un anno), nei secondi sono scambiati titoli a lunga scadenza e titoli azionari.

La locuzione *mercati monetari* indica i mercati noti come *dealer market*, nei quali operano imprese che offrono quotazioni continue alle quali si impegnano ad acquistare e vendere strumenti nel mercato monetario per il proprio portafoglio, assumendosene completamente il rischio. Nella teoria dell'agenzia (vedi Capitolo 2) rappresenta il *principal* nella maggior parte delle transazioni e si differenzia dal *broker* che agisce come *agent* per conto di un cliente, senza acquisire personalmente la proprietà dei titoli.

Il nucleo dei mercati monetari è costituito da banche, dealer in titoli di Stato e numerosi *money broker*.

I mercati possono dividersi anche in **mercati a ricerca e negoziazione diretta** e **mercati organizzati (o aperti)**.

I primi si caratterizzano per ricerca autonoma della controparte, contatto diretto tra le parti, elevata personalizzazione dei contratti stipulati, scarsa trasferibilità dei contratti. Sono il luogo “ideale” di incontro tra domanda e offerta di contratti finanziari (es. mercato del credito bancario).

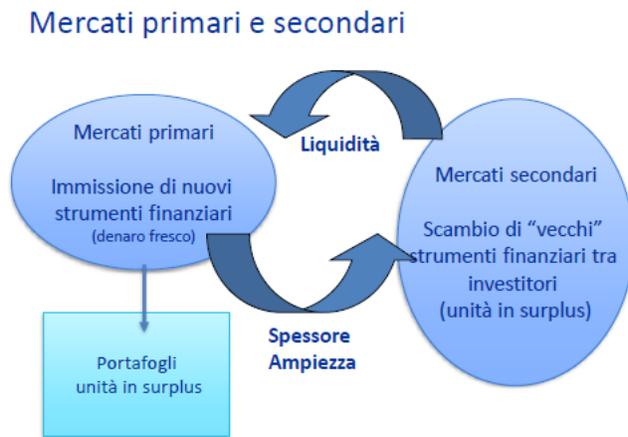
Nei secondi le creazioni e gli scambi di contratti avvengono sulla base di regole predefinite, gli scambi avvengono tramite appositi supporti tecnico-fisici e i contratti per essere scambiati devono essere quotati. Sono vere e proprie istituzioni finanziarie (es. Borsa Italiana).

I mercati finanziari possono essere anche classificati in *mercati primari* e *mercati secondari*.

### 1.3.1 Il mercato primario: le nuove emissioni

È usato per lo Stato e le imprese che emettono per la prima volta titoli. Nel processo di emissione di debito ed equity le imprese partecipano a due tipi di mercati primari: offerta pubblica e collocamento privato.

Il *consorzio di collocamento* acquista per conto proprio i nuovi titoli dall'impresa rivendendoli ad un prezzo superiore. Le obbligazioni e le azioni offerte dal pubblico devono essere *registrate* presso l'autorità di regolamentazione e comportano obblighi di informazione per l'impresa.



### 1.3.2 I mercati secondari

Una transazione su questo mercato implica che il possessore venda a qualcun altro.

Sono cruciali per le grandi società perché gli investitori sono più disposti ad acquistare titoli in una transazione sul mercato primario se sanno che potranno essere successivamente rivenduti con facilità.

**I mercati di negoziazione e i mercati ad asta.** Ci sono due tipi di mercati secondari: quelli di negoziazione (*dealer market*) e quelli ad asta (*auction market*). I dealer acquistano e vendono per conto proprio, assumendosi il rischio.

I mercati di negoziazione in azioni e obbligazioni a lungo termine sono detti *mercati OTC (Over-The-Counter)* e sono la maggior parte delle compravendite dei titoli di debito.

Nei mercati ad asta gli scambi si realizzano in un luogo fisico, come ad esempio Wall Street.

**La compravendita di titoli societari.** Le azioni della maggior parte delle grandi imprese sono negoziate in mercati ad asta organizzati.

### Differenza tra i vari sistemi finanziari (slides)

Un sistema può essere *bank-based* o *market-based*.

Nei primi le banche sono fondamentali per trasferire i mezzi finanziari dai fornitori agli utilizzatori di capitali; c'è un monitoraggio più attivo. Esempio di questi sistemi sono Germania, Italia e Giappone.

Nei secondi i mercati azionari degli strumenti di debito sono molto importanti e c'è una disciplina del mercato esterno. Esempi sono USA e UK.

## Capitolo 2 – Corporate Governance

### 2.1 L'impresa

Il problema fondamentale che si pone è come raccogliere capitali; organizzarsi sotto forma di società di capitali e nello specifico di SPA è il metodo più utilizzato per risolvere problemi di raccolta di mezzi finanziari.

#### 2.1.1 L'impresa individuale

È posseduta da una sola persona. Si caratterizza per:

- dimensione molto limitata
- responsabilità illimitata dell'imprenditore
- tassazione degli utili dell'impresa come reddito personale dell'imprenditore
- coincidenza tra proprietà e gestione
- capitali provenienti esclusivamente dal patrimonio del proprietario o dal mercato dei creditori

### 2.1.2 Società di persone

Due o più persone possono associarsi per dare vita ad una **società di persone** (*partnership*). Si possono dividere in (a) *general partnership* e (b) *limited partnership*.

In una *general partnership* tutti i soci si impegnano a fornire una quota di lavoro e capitale e a condividere profitti e perdite.

Le *limited partnership* consentono di limitare la responsabilità di alcuni soci alla quota del capitale conferito. Hanno queste caratteristiche:

- dimensione piccola o media
- responsabilità illimitata dei soci general
- tassazione dei redditi personali
- accentramento della gestione nella figura del socio maggioritario
- apporti di capitale condizionati dalle capacità patrimoniali dei soci e dall'accesso al credito

Il vantaggio principale dell'impresa individuale o della società di persona è costituito dal basso costo di avviamento. Gli svantaggi sono costituiti da: (a) responsabilità illimitata, (b) vita relativamente breve, (c) difficoltà di trasferimento della proprietà e a seguire (d) difficoltà di raccolta di mezzi finanziari.

### 2.1.3 La società per azioni

Si tratta di un'entità giuridica a sé stante. Per essere costituita i soci devono predisporre un atto costitutivo, che deve includere informazioni quali denominazione, durata, oggetto sociale, numero di azioni emettibili, ecc. e da uno statuto che elenca le norme che verranno utilizzate dalla società per regolamentare la propria esistenza. Hanno queste caratteristiche:

- medio-grande dimensione
- responsabilità limitata al capitale investito nelle quote di proprietà dei soci e tassazione dei redditi in capo alla società
- accesso al mercato del capitale condizionato a quotazione
- trasferibilità della proprietà agevolato dalla quotazione
- vita teoricamente illimitata

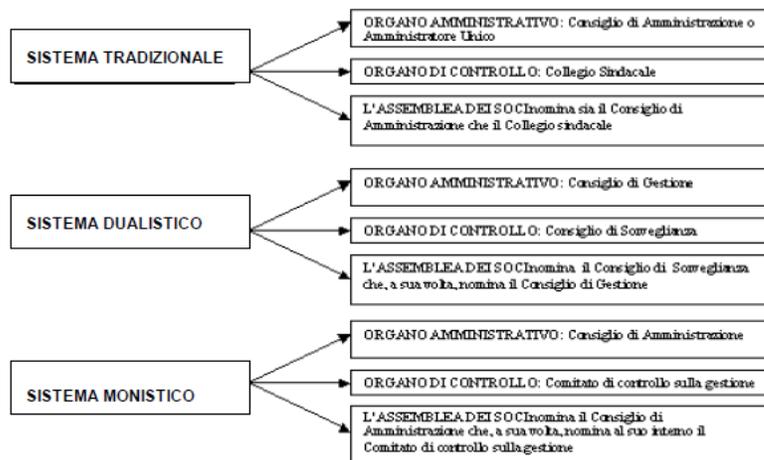
Nei paesi caratterizzati da un modello di amministrazione *monistico* o “unitario” (Belgio, Italia, Spagna, Regno Unito, USA...) gli azionisti controllano la direzione strategica, le politiche e le attività dell’azienda. Eleggono il Consiglio di Amministrazione, che sceglie a sua volta il top management.

Nei paesi caratterizzati da un modello *dualistico* o “a due livelli” (Germania, Paesi Bassi, Austria...), i consiglieri che si occupano della gestione rispondono ad un Consiglio di Sorveglianza da cui vengono eletti e che potrebbe essere

composto dagli azionisti di maggioranza, creditori, rappresentanti sindacali e altri stakeholders.

Il sistema *tradizionale* prevede un Consiglio di Amministrazione con funzioni amministrative ed un Collegio Sindacale con funzioni di controllo sull’amministrazione.

Organi di governance nei tre sistemi



Responsabilità limitata, trasferimento agevole della proprietà e ricambio incessante sono i vantaggi della SPA e le assicurano un più facile accesso alla raccolta di mezzi finanziari.

## 2.2 I problemi di agenzia e il controllo societario

Ci si domanda se il management agisce nell’interesse dei proprietari, ovvero gli azionisti.

### 2.2.1 Le relazioni di agenzia

Il rapporto tra azionisti e management è una tipica *relazione* di agenzia. Si determina ogni volta che un soggetto (*principal*) incarica un altro (*agent*) di rappresentare i suoi interessi. In queste relazioni può crearsi un conflitto di interesse, che rappresenta un **problema di agenzia**. I problemi di agenzia sono effettivamente influenzati dalle modalità di remunerazione dell’agent.

### 2.2.2 Gli obiettivi del management

Immaginiamo che un’impresa stia prendendo in considerazione un nuovo investimento, capace di incidere positivamente sul prezzo dell’azione, ma al contempo rischioso. I proprietari lo vedrebbero di buon occhio, ma il management potrebbe non essere favorevole, con il timore che risultati negativi portino a licenziamenti/allontanamenti.

Se il management non effettuerà l’investimento gli azionisti potrebbero perdere una preziosa opportunità: è un tipico esempio di *costo di agenzia*.

L’espressione *costi di agenzia* indica costi generati dal conflitto di interessi tra azionisti e management e possono essere diretti o indiretti.

Un costo *indiretto* può essere una mancata opportunità come descritto sopra.

Un costo *diretto* può essere costituito da una spesa non necessaria a beneficio dei manager (es. acquisto di un jet lussuoso), o costi di monitoraggio del management (es. audit esterni), che riducono il rendimento dell’investimento degli azionisti.

### 2.2.3 I manager agiscono veramente nell’interesse degli azionisti?

Bisogna chiedersi quanto gli obiettivi del management siano corrispondenti a quelli degli azionisti e ciò si collega in parte al modo in cui vengono ricompensati i dirigenti. In secondo luogo, si deve stabilire se i manager possono essere sostituiti in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi degli azionisti.

**La remunerazione del management.** Il management ha un notevole incentivo economico ad accrescere il valore delle azioni per due motivi: (a) la remunerazione dei dirigenti è solitamente legata alla performance finanziaria, per esempio hanno quasi sempre delle *stock option*, (b) i dirigenti più bravi tendono ad essere promossi.

**Il controllo dell'impresa.** In quasi tutti i paesi il controllo dell'impresa spetta, in definitiva agli azionisti, che eleggono il CdA, che assume e licenzia il management. Un meccanismo attraverso il quale gli azionisti possono sostituire il CdA in essere prende il nome di *battaglia delle deleghe (proxy fight)*. Ciò avviene quando un gruppo di azionisti raccoglie deleghe (potere di votare per conto di un altro azionista) per sostituire il management in carica.

**Conclusione.** Teoria e prassi sono coerenti con l'opinione secondo cui sarebbero gli azionisti a controllare l'impresa e la massimizzazione della loro ricchezza sarebbe l'obiettivo primario della corporation.

## 2.2.4 Gli stakeholder

Sono soggetti diversi dagli azionisti o dai creditori che potrebbero avanzare pretese sui flussi di cassa dell'impresa. Essi tenteranno di esercitare controllo sull'impresa anche a scapito dei proprietari.

### Altri conflitti di interesse nelle relazioni principal-agent (slides)

**Azionisti di maggioranza vs minoranza:** i primi hanno posizione prevalente e sono in grado di influenzare le decisioni aziendali per estrapolare propri benefici privati che potrebbero non coincidere con l'interesse generale della società e quindi danneggiare gli azionisti di minoranza.

Il *costo di agenzia* è rappresentato ad esempio dalla difficoltà ad aumentare il capitale proprio per timore di perdita del controllo.

Una soluzione parziale può essere la presenza di un numero minimo di *amministratori indipendenti* nel CdA.

**Azionisti vs prestatori di capitale di debito** (obbligazionisti, banche): i prestatori hanno un rendimento fisso (indipendente dal rischio dei progetti attuati dall'impresa). Gli azionisti potrebbero scegliere progetti molto rischiosi il cui maggior rendimento non viene però condiviso con i prestatori di debito. Per gli azionisti è preferibile utilizzare il credito perché costa meno, ma questo aumenta i rischi supportati dai prestatori.

Una possibile soluzione possono essere le *covenants*.

## 2.4 I Principles of Corporate Governance emanati nel 2004 dall'OECD

Sono stati emanati nel 1999 e si tratta di raccomandazioni sulla *best practice* di governance. In Italia il Comitato per Corporate Governance ha redatto il Codice di Autodisciplina (presente sul sito di Borsa Italiana).

### 2.4.1 Assicurare le basi per un'efficace corporate governance

L'assetto di corporate governance dovrebbe promuovere mercati trasparenti ed efficienti, essere coerente con la legge e articolare chiaramente la suddivisione delle responsabilità tra le diverse autorità preposte alla supervisione, alla regolamentazione e alla garanzia dell'applicazione delle norme.

#### 2.4.2 Diritti degli azionisti e funzioni fondamentali associate alla proprietà delle azioni

L'assetto di corporate governance dovrebbe proteggere i diritti degli azionisti e facilitarne l'esercizio

#### 2.4.3 Equo trattamento degli azionisti

L'assetto di corporate governance dovrebbe assicurare l'equo trattamento di tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza e gli azionisti stranieri. A ogni azionista dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti.

#### 2.4.4 Ruolo degli stakeholder nella corporate governance

L'assetto di corporate governance dovrebbe riconoscere i diritti degli stakeholder, previsti dalla legge o da mutui accordi e incoraggiare un'ampia cooperazione tra le imprese e tali soggetti al fine di creare ricchezza e posti di lavoro e di assicurare lo sviluppo durevole di imprese finanziariamente solide.

#### 2.4.5 Informazione e trasparenza

L'assetto di corporate governance dovrebbe assicurare una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti riguardanti la società, comprese la situazione finanziaria, le performance, gli assetti proprietari e la governance della società.

#### 2.4.6 Responsabilità del Consiglio di Amministrazione

L'assetto di corporate governance dovrebbe assicurare la guida strategica della società, l'efficace monitoraggio della gestione da parte del CdA e che il CdA risponda del suo operato alla società e agli azionisti.

## Capitolo 3 – Analisi di bilancio, riclassificazioni, rendiconto finanziario e pianificazione a lungo termine (solo 3.4 e 3.5)

### 3.4 Il rendiconto finanziario: i flussi di cassa

#### 3.4.1 Il rendiconto finanziario

Tramite i *cash flow* è possibile stabilire l'ammontare delle risorse monetarie generate e assorbite nel periodo in esame, indicandone la provenienza e la destinazione.

L'analisi è condotta tipicamente su un orizzonte temporale di un anno e può essere effettuata a *consuntivo* (considerando l'andamento dei cash flow dell'ultimo periodo gestionale) o a *preventivo* (si stimano i flussi di cassa del successivo periodo gestionale).

Vengono evidenziati in un documento noto come **rendiconto finanziario**, che a differenza dello stato patrimoniale e del conto economico, utilizza i flussi monetari (uscite ed entrate di cassa) e non i costi e i ricavi ed offre una descrizione completa della dinamica finanziaria aziendale, suddivisa in diverse aree gestionali.

Il rendiconto finanziario "spiega" la crescita o la riduzione della liquidità (cassa) dell'impresa attraverso i flussi di cassa generati dalle differenti "aree" della gestione.

Può essere redatto in forma diretta (analizzando ogni singola operazione) o indiretta (rettificando gli schemi di bilancio).

Gli input necessari sono gli ultimi due stati patrimoniali riclassificati a “pertinenza gestionale” e l’ultimo conto economico riclassificato a “fatturato e costo del venduto” o “produzione e valore aggiunto”. I flussi di cassa rappresentano la movimentazione monetaria delle rilevazioni contabili di stato patrimoniale e conto economico.

Si determinano i flussi delle diverse aree gestionali, procedendo per via gerarchica, determinando nell’ordine i flussi di cassa afferenti a:

- gestione corrente/caratteristica
- investimenti e disinvestimenti (operativi)
- gestione finanziaria (debiti finanziari, interessi/proventi finanziari)
- gestione delle voci di capitale netto

La sommatoria di tutti questi determina il flusso di cassa complessivo, che deve equivalere alla variazione ( $\Delta$ ) di cassa e delle altre liquidità incluse negli stati patrimoniali usati come input.

**Il flusso di cassa della gestione corrente (FCGC).** Per corrente si intende afferente al core business.

È l’ammontare di risorse monetarie generate o assorbite nel corso dell’ultimo anno dalla gestione caratteristica dell’impresa.

L’autofinanziamento “potenziale” è definito così perché identifica il flusso

che potenzialmente l’impresa originerebbe dalla gestione corrente se tutti i ricavi fossero riscossi e i costi pagati nel corso dell’anno. Dato che non è così si sottrae la  $\Delta$  CCC (Capitale Circolante Commerciale o Capitale Circolante Netto, CCN), che è la sintesi dei ricavi non ancora riscossi e delle scorte non ancora trasformatesi in liquidità, al netto dei costi per acquisti non ancora pagati nell’anno. L’investimento in CCC (+  $\Delta$  CCC) si determina nel momento in cui si acquistano delle *scorte* o si effettuano delle vendite a credito generando *crediti commerciali* anziché cassa. Rappresenta un’*uscita di cassa* poiché comporta che una parte di liquidità venga *immobilizzata in un progetto*. Riduzioni del CCC comportano flussi di cassa positivi.

+ Reddito operativo (EBIT)
- Imposte afferenti alla gestione corrente
+ Ammortamenti
<b>= Autofinanziamento “potenziale” = flusso di circolante della gestione corrente</b>
- Variazione del capitale circolante commerciale ( $\Delta$ CCC) 
<b>= Autofinanziamento “reale” = flusso di cassa della gestione corrente (FCGC)</b>

**Il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO).** Si sommano i flussi relativi alla gestione di investimenti e disinvestimenti operativi al FCGC.

Rappresenta l’ammontare di risorse monetarie disponibili per il pagamento dei creditori finanziari terzi (es. banche) e degli azionisti.

È definito flusso di cassa *unlevered*, in quanto non ancora depurato dalle movimentazioni di cassa afferenti alle passività finanziarie (debiti e interessi), oltre quelle relative al capitale netto.

<b>= Autofinanziamento “reale” = flusso di cassa della gestione corrente (FCGC)</b>
- Flussi in uscita netti per investimenti operativi
+ Flussi in entrata netti per disinvestimenti operativi
<b>= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)</b>

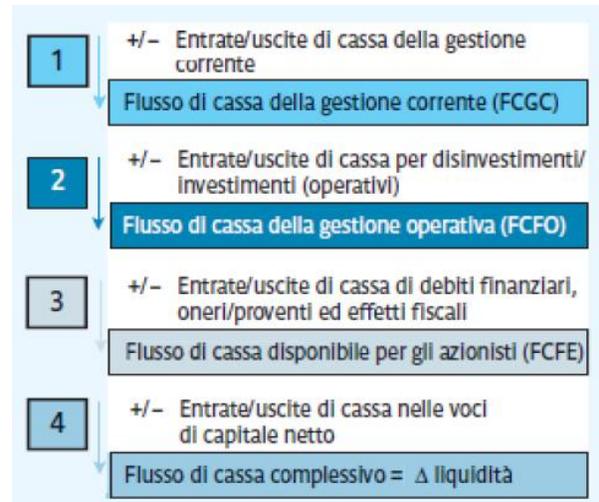
**Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE).** Poiché le banche e gli obbligazionisti hanno priorità di rimborso dei crediti rispetto agli azionisti, le risorse disponibili tramite il FCFO devono essere destinate a loro in primo luogo.

Sottraendo ad esso le voci concernenti le variazioni di passività finanziarie e gli oneri/proventi finanziari si ottiene il FCFE.

=	<b>Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)</b>
+	Incremento delle passività finanziarie
-	Rimborso della passività finanziarie
<hr/>	
-	Interessi passivi/oneri finanziari
+	Proventi finanziari
<hr/>	
+/-	Credito/debito di imposta su interessi/proventi finanziari
=	<b>Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)</b>

**Il flusso di cassa complessivo di gestione.**

Sommando algebricamente tutte le movimentazioni di liquidità eventualmente occorse relative alla componente “capitale netto”, come aumenti capitale a pagamento (fonte, +) e distribuzione di dividendi agli azionisti (impiego, -), si perviene al flusso di cassa complessivo di gestione. Questo valore deve corrispondere alla variazione di liquidità in stato patrimoniale.



**3.5 La programmazione finanziaria: cenni introduttivi**

La gestione della tesoreria e la pianificazione finanziaria a lungo termine rappresentano i principali strumenti di programmazione a disposizione dei manager aziendali.

A differenza dei prospetti visti precedentemente, questi sono previsionali, cioè effettuano un’analisi ex-ante.

Il processo di programmazione finanziaria può essere condotto a breve termine facendo previsioni per il solo anno gestionale successivo ed è definito come “gestione della tesoreria” o *cash management*. Si prefigge di costruire lo stato patrimoniale e il conto economico per l’anno successivo, calcolare eventualmente i quozienti su tali bilanci per poi stimare l’andamento dei flussi di cassa tramite rendiconto finanziario.

Uno strumento importante utilizzato nella gestione della tesoreria è il **budget di cassa** o **budget di tesoreria**, che è un prospetto a entrate e uscite finalizzato a stimare il livello di esposizione bancaria in termini di scoperto di conto corrente e di relativi interessi passivi. In particolare, mira a descrivere la modalità di copertura e di utilizzo dei fabbisogni e delle eccedenze previste per l’anno a venire.

Il **piano finanziario** è un prospetto a fonti e impieghi con specifica individuazione della provenienza e della destinazione dei flussi di cassa. Punta ad accertare la conciliabilità dei piani strategici aziendali con le aspettative di impiego e copertura. Copre periodi temporali che vanno dai 3 ai 5, ma anche 10 anni.

Il budget finanziario corrisponde al primo anno del piano finanziario ed è più dettagliato ed aggiornato del piano finanziario.

**Capitolo 4 – Valore attuale e flussi di cassa (+ slides)**