

## FINANZA AZIENDALE PROGREDITO - [paoloparini@libero.it](mailto:paoloparini@libero.it)

La finanza aziendale viene qui intesa come funzione finanza all'interno delle funzioni aziendali. All'interno di una impresa almeno media strutturata vi è un CEO che è il coordinatore della gestione, al di sotto di esso vi sono diverse funzioni tra cui la funzione finanza in cui opera il CFO.

Esistono compiti tradizionali della funzione finanza e altri che si sono aggiunti di recente. I primi riguardano:

- reperimento delle risorse finanziarie per lo sviluppo (impostare la struttura finanziaria);
- valutazione di strategie ed investimenti: la finanza fornisce criteri e metodologie di valutazione preventiva delle strategie che possono essere definite come l'insieme di decisioni coordinate tra loro che attraverso obiettivi intermedi vogliono arrivare a quello finale che è essenzialmente il valore per i soci. Esistono strategie di corporate e di business, le strategie di corporate riguardano in che business competere e quelle di business per decidere come competere in quel business.
- tesoreria e PFNB (tutto il mondo di incassi, pagamenti ed il saldo di cassa);
- la gestione dei rischi finanziari (di cambio e di tasso di interesse legati alla evoluzione futura dei tassi).

I compiti più recenti riguardano le operazioni straordinarie (acquisizioni o fusioni): le grandi imprese, accanto ad investimenti fatti in beni strumentali materiali o immateriali fanno molte acquisizioni e l'investimento diventa quindi fare acquisizioni.

Il corso riguarderà essenzialmente il reperimento delle risorse finanziarie, necessarie per impostare la struttura finanziaria. Le decisioni di struttura finanziaria sono decisioni di tipo strategico che fanno capo ai massimi livelli della gerarchia decisionale le quali devono essere prese nel rispetto dell'equilibrio finanziario.

Il piano finanziario determina come reperire le fonti. Esso è composto da alcune fasi o passaggi logici, non è una cosa statica ma si sviluppa in continuazione in quanto cambiano le circostanze all'esterno.

1. La prima fase è la previsione finanziaria nel senso di previsione dei fabbisogni finanziari da coprire, le fonti già in essere e quindi per differenza qual è il gap da coprire, dal punto di vista quantitativo e qualitativo.
2. La seconda fase riguarda l'identificazione delle soluzioni possibili di copertura: il meccanismo logico è generare delle alternative sulla base delle quali scegliere quella più conveniente. Questa parte include una parte importante di analisi della formazione dei fabbisogni poiché per decidere come mi posso finanziare devo capire che origine hanno i fabbisogni dell'impresa.
3. La terza fase è la decisione delle soluzioni migliori.
4. La quarta fase riguarda la verifica di fattibilità che si articola in due parti: capacità di reperire capitale di rischio e la capacità di credito.
5. Infine, si effettua la scelta degli strumenti che è diverso rispetto alla decisione delle soluzioni (se la scelta è un finanziamento di lungo termine, si può utilizzare come strumento un leasing o un mutuo).

La struttura finanziaria (o prospetto di impieghi e fonti) amministra i cicli finanziari e può essere definita come la fotografia istantanea dei cicli finanziari in corso: la struttura finanziaria di oggi è la determinante dei flussi finanziari di domani (i crediti di oggi rappresentano gli incassi di domani). Essa è sia strumento di analisi che indica quali saranno i flussi futuri in quanto mi fa capire i cicli finanziari in corso, ma anche uno strumento di governo in quanto governandola si gestiscono tutti gli equilibri finanziari futuri.

Lato impieghi si trovano crediti, scorte (che hanno un ritorno diretto) ed immobilizzazioni (che hanno un ritorno indiretto attraverso il CF) indicati in ordine di liquidità.

Lato fonti invece si trova la PFNB (differenza tra liquidità e DB di finanziamento, può essere attiva o passiva), debiti a breve di funzionamento, debiti a medio/lungo termine e capitale netto che rappresenta un elemento

di stabilità in quanto non genera flussi in uscita. Esse si trovano indicate in ordine di esigibilità (riguarda la loro attitudine a scadere e a generare un'uscita di cassa).

N.B: non si parla di liquidità e nemmeno di debiti a breve in termini generici, ma si suddividono i debiti a breve tra debiti di finanziamento e debiti di funzionamento. I primi fanno capo alle scelte di gestione finanziaria e hanno come controparte degli intermediari finanziari o il mercato finanziario, mentre i debiti a breve di funzionamento fanno capo alla gestione degli approvvigionamenti, amministrativa e non c'entrano con la funzione finanzia. La liquidità fa capo alla funzione finanzia e insieme ai debiti a breve di finanziamento sono grandezze fungibili. Si parlerà quindi di PFNB e di debiti di funzionamento in quanto la PFNB rappresenta il saldo tra la liquidità e i DB di finanziamento.

## CICLO DEGLI IMPIEGHI

Non appena l'impresa inizia ad operare ha già dei propri cicli finanziari: anzitutto, si rende necessario acquisire i fattori produttivi, il che comporta una uscita di cassa che a sua volta attiva un primo ciclo finanziario; quando poi l'impresa riuscirà a vendere i suoi prodotti registrerà una entrata. Per tanto, gli impieghi danno luogo ad una uscita al tempo zero e generano entrate in tempi brevi o più lunghi (nel caso delle immobilizzazioni). I fattori produttivi sono di due topologie: beni correnti e beni strumentali. La differenza concettuale è che i beni correnti partecipano al processo produttivo una volta sola mentre i beni strumentali non entrano nel prodotto ma servono per produrre. Un bene strumentale partecipa a molti cicli produttivi, si parla di bene a fecondità ripetuta. Una ulteriore differenza è di tipo finanziario: il ritorno in liquido dell'impiego avviene in modo diretto per i beni correnti ed in modo indiretto per i beni strumentali attraverso il cash flow generato dalle singole unità di prodotto venduto che si accumula. Essendo indiretto e basandosi su una forbice tra entrate dei ricavi ed uscite dei costi, è soggetto a rischi in quanto ci possono essere anni in cui la forbice si stringe o in cui i costi sono maggiori dei ricavi.

Il ciclo degli impieghi a sua volta si divide in:

1. Micro-ciclo (ciclo dei beni correnti): è un ciclo più rapido. In  $t_0$  si ha l'uscita connessa all'acquisto e in  $t_1$  l'entrata: il ritorno è diretto e in un'unica soluzione attraverso la vendita.
2. Macro-ciclo (ciclo dei beni strumentali): è un ciclo finanziario più lento. L'uscita connessa all'acquisto del fattore produttivo si ha sempre in  $t_0$  mentre l'entrata non avviene in un'unica soluzione ma vi sono tanti flussi in entrata che sono i cash flow derivanti dalle singole unità di prodotto venduta. Si ha quindi un recupero indiretto attraverso i CF (somma dei margini liquidi) e ciò richiede un certo numero di vendite ed un certo periodo di tempo (vi è anche un certo rischio). Il tempo di ritorno delle immobilizzazioni dipende da quanto tempo ci vuole a vendere abbastanza unità di prodotto per accumulare tanto CF da ottenere il ritorno di tutto l'investimento iniziale.

La durata del ciclo di ritorno è un'analisi importantissima: se ho un tempo di ritorno di 5 anni e in sede di piano finanziario effettuo un finanziamento di 3 anni, se non ho altri fonti si ha una crisi di liquidità in quanto le rate del prestito sono maggiori del CF e quindi non riesco con i CF a far fronte alle rate del prestito.

Il ritorno dell'investimento si avrà dall'accumulo dei CF generati dalla somma delle unità di prodotto venduto: ogni unità venduta mi dà un contributo.

Esistono investimenti con tempi di ritorno molto veloci ed altri con tempi di ritorno lunghissimi: il tempo necessario a produrre e vendere tanti prodotti da accumulare abbastanza CF da avere il ritorno dell'investimento (il tempo di ritorno) dipende dalla proporzione tra il valore del bene strumentale, il CF generato da ogni singolo prodotto.

Il tempo di ritorno degli investimenti determinano le soluzioni di investimenti.

N.B: rapporto tra tempo di ritorno dell'investimento e tempo di esigibilità di un prestito: la rata di un prestito dipende da tre parametri ossia l'importo del debito, il numero delle rate e il tasso di interesse. Se si vuole scegliere l'importo della rata è possibile agire su due dei tre parametri: sul tasso essendo dato dal mercato non si può agire ma lo si può fare sull'importo del debito e sul numero delle rate. Se si vuole abbassare l'importo delle rate è possibile ridurre l'importo del finanziamento (ciò richiede del capitale proprio) oppure allungare la durata e quindi aumentare il numero delle rate (può portare ad avere delle rate ancora da pagare quando l'investimento è già finito).

N.B: vi è differenza tra il termine ritorno, recupero e rendimento: i CF generati sommati nel tempo portano al ritorno delle immobilizzazioni il quale rappresenta un flusso composto dal recupero del nominale investito e rendimento dell'investimento. Il ritorno è composto da recupero e rendimento.

Cash flow: differenza tra le entrate connesse ai ricavi monetari e le uscite connesse ai costi monetari. Ogni unità di prodotto genera un margine finanziario come differenza tra entrate dei ricavi monetari e uscite dei costi monetari: la somma di questi margini finanziari generati da ogni unità di prodotto venduto è il CF.

N.B: distinzione tra R/C di natura monetaria e R/C di natura non monetaria che riguardano la contabilità (i più importanti sono accantonamenti ed ammortamenti che per la finanza sono irrilevanti).

### **CICLO DELLE FONTI**

Le fonti possono essere a breve o a medio-lungo termine e rappresentano denaro acquisito per finanziare gli impieghi e quindi far partire i cicli degli impieghi: devono essere disponibili prima degli impieghi. Esse genereranno un'entrata iniziale al  $t_0$  e un'uscita successivamente per via della loro esigibilità (attitudine a scadere e a generare un'uscita) mentre gli impieghi genereranno un'entrata.

Vi sono fonti che ci danno una entrata e poi una uscita e altre che ci danno una entrata e poi una uscita frazionata nel tempo. I cicli di queste fonti sono simmetrici a quelli degli impieghi: al  $t_0$  ho una entrata come al  $t_0$  ho una uscita, devo avere una fonte che mi genera una entrata per poter attivare il ciclo degli impieghi.

N.B: viene prima la decisione sugli impieghi che dipende dalle strategie aziendali, poi il piano finanziario finalizzato a reperire le fonti appropriate ai cicli di ritorno degli impieghi. Il piano finanziario deve essere orientato a massimizzare il valore per i soci.

### **EQUILIBRIO FINANZIARIO**

E' necessario curare un equilibrio tra i flussi in entrata di recupero degli impieghi e quelli in uscita di esigibilità delle fonti: l'equilibrio finanziario è la capacità di mantenere in equilibrio flussi in entrata e in uscita ed è un compito necessario della finanza. L'equilibrio finanziario che ci interessa è un concetto che si basa sui cicli finanziari, ossia quei cicli che si attivano per avviare e mantenere il ciclo produttivo in impresa. Essi, come visto, iniziano con la ricerca di risorse finanziarie (fonti) finalizzate all'acquisizione di fattori produttivi.

Per mantenere l'equilibrio finanziario occorre regolare l'esigibilità delle fonti in funzione del ritorno degli impieghi: se l'esigibilità delle fonti è troppo veloce rispetto al ritorno degli impieghi si ottiene una crisi di liquidità. In altri termini bisogna regolare la rotazione a ritornare degli impieghi e l'esigibilità delle fonti: deve esserci un fluido incrocio tra flussi in entrata per il ritorno degli impieghi e flussi in uscita per l'esigibilità delle fonti

**EQUILIBRIO FINANZIARIO: è una condizione/modo di essere della struttura finanziaria tale da dare luogo ad un fluido incrocio in prospettiva tra flussi in entrata derivanti dal ritorno degli impieghi e i flussi in uscita derivanti dall'esigibilità delle fonti.**

Il primo compito base della finanza è quello di reperire le fonti nel rispetto dell'equilibrio finanziario. La struttura finanziaria in questo contesto è essenziale perché governandola (ossia determinando i flussi futuri) ci si assicura la conservazione dell'equilibrio finanziario in prospettiva, tenendo conto di tutti i rischi. L'obiettivo dell'equilibrio finanziario è quello di creare le premesse per mantenere una situazione di liquidità, che per una impresa significa essere in grado di fare fronte in modo economico e regolare a tutti gli impegni di pagamento. Economico e regolare significa puntualmente, senza perdite e con mezzi di pagamento normali: tale condizione di liquidità è normalmente una condizione di sopravvivenza in quanto una impresa non liquida, ossia non in grado di far fronte agli impegni, viene detta in stato di solvenza.

### **Indicatori essenziali dell'equilibrio finanziario: CCN e MARGINE DI STRUTTURA**

Il capitale circolante è l'insieme di impieghi e fonti che hanno rotazioni in breve termine. Il CCL è composto da crediti e scorte mentre il **CCN** è dato dal differenziale tra le attività correnti (crediti e scorte) e i debiti a breve di funzionamento più la PFNB e rappresenta un indicatore essenziale dell'equilibrio finanziario.

Il profilo finanziario della fonte deve essere adeguato/correlato a quello dell'impiego che viene finanziato. In questo contesto, se il CCN è positivo:

1. Si ha un maggior importo di impieghi a breve rispetto ai debiti a breve: quelli che ruotano a ritornare nel breve sono maggiori di quelli che ruotano ad uscire nel breve. Questo serve per creare la premessa di riuscire a far fronte agli impegni;
2. Tutti gli impieghi in immobilizzazioni che ritornano lente e corrono il rischio che la differenza tra entrate dei ricavi e uscite dei costi si riduca, devono essere coperti dalle fonti consolidate (somma di capitale netto e debiti a medio lungo termine). Esse sono così chiamate in quanto hanno uscite lente (per i debiti a lungo termine) mentre il CN non dà luogo ad uscite essendo un elemento stabilizzatore, una fonte non esigibile.
3. Vi è una parte del circolante finanziata da fonti consolidate a scopo di stabilizzazione (differenziale di velocità tra ritorno degli impieghi ed esigibilità delle fonti che protegge da eventuali imprevisti).

La gestione finanziaria deve essere improntata su criteri molto prudentiali. Esistono alcuni parametri per stabilire il circolante netto:

1. **INCIDENZA, DURATA E RISCHIO IMMOBILIZZAZIONI:** Più ci sono immobilizzazioni e più sono lente e rischiose, più circolante netto sarà necessario: se ci sono molte immobilizzazioni lente e rischiose devo cercare di avere pochi debiti a breve;
2. **INCIDENZA DEL CN CHE HA EFFETTO INVERSO:** Se ho tanto capitale netto, che non genera uscite, mi basta un circolante netto anche ridotto perché già l'effetto di stabilizzazione lo fa il CN.
3. **INCIDENZA DELLE SCORTE PERMANENTI:** il circolante è formato da crediti e scorte. Ci sono diverse classificazioni delle scorte ma ai fini della finanza, quella che ci interessa di più, è la classificazione delle scorte in permanenti e scorte oscillanti, le quali hanno diversi cicli finanziari. Per le prime, è necessario che in magazzino ci sia un certo livello di scorte per sostenere la produzione e la vendita: esse hanno la caratteristica di avere una rotazione anche rapida ma di non diminuire mai. E' un tipo di impiego che deve essere finanziato in modo stabile e il vantaggio deriva dal fatto che in caso di crisi restituiscono liquidità (sensibilità del profilo finanziario in caso di crisi).

Le scorte oscillanti invece hanno un profilo finanziario che ha un picco massimo ed uno minimo prevedibili: un classico esempio sono le produzioni stagionali che fanno aumentare il magazzino in un certo periodo per poi andare a zero in un altro (conservare di pomodori, pandori). Si tratta di un ciclo finanziario molto prevedibile e molto più facile da finanziare avendo un profilo finanziario

definito: occorrerà una fonte di finanziamento che dia luogo ad una entrata in un determinato periodo e che diventerà esigibile durante un altro.

Il terzo parametro per stabilire il circolante netto è in funzione delle scorte permanenti in quanto esse è opportuno finanziarle attraverso fonti consolidate.

Tutti e tre i parametri hanno a che fare con la dinamica dei cicli finanziari.

### MARGINE DI STRUTTURA

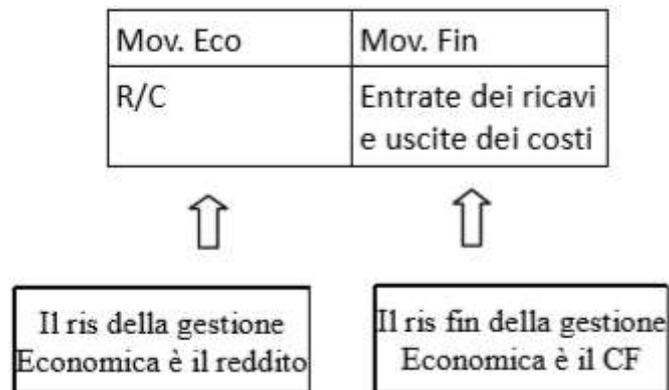
Il margine di struttura è dato dalla differenza tra CN e immobilizzazioni, mette quindi a confronto le immobilizzazioni lente e rischiose con il CN che non dà esigibilità. Se positivo significa che il  $CN > IMMOB$  e quindi tutte le immobilizzazioni sono coperte dal CN (non ho flussi in uscita ed è una garanzia nel caso in cui i flussi in entrata delle immobilizzazioni ritardassero).

Finanziare molto attraverso il CN consente all'impresa di avere periodi in cui il CF è pari a zero.

Se le immobilizzazioni sono lente e rischiose occorre che il margine di struttura sia positivo: ciò significa che il CN finanzia anche una parte del circolante. Laddove esse siano un po' più veloci e soprattutto meno rischiose, si tollera anche un margine di struttura negativo (la parte di immobilizzazioni non coperte dal CN è coperta dai debiti a medio lungo) in quanto i CF sono più prevedibili.

### Flussi economici e flussi finanziari

N.B: fare attenzione alla distinzione tra flussi economici e flussi finanziari. I fenomeni aziendali possono avere manifestazione economica e finanziaria (tipicamente costi e ricavi) oppure una sola delle due: alla funzione finanzia interessano i movimenti finanziari che seguono il principio di cassa mentre quelli economici sono governati dal principio di competenza economica.



La gestione economica ha un risultato economico che è il reddito ed uno finanziario che è il CF (il risultato non è lo stesso in quanto in mezzo vi sono i C/R non monetari). Tale avanzo finanziario viene usato soprattutto per finanziare gli investimenti e pagare i debiti: la situazione migliore sarebbe generare un CF prima della scadenza del debito che consenta di far fronte allo stesso.

Se aggiungo i flussi relativi a fonti ed impieghi si ottiene la variazione della PFNB: infatti, vi sono dei flussi finanziari che non sono né ricavi né costi in quanto non sono legati alla gestione economica ma ai movimenti di impieghi e fonti (pagare un debito o incassare un credito sono movimenti che i ragionieri non rilevano).

Il saldo finale di tutti questi movimenti (derivanti dalla gestione economica + quelli derivanti dalla variazione di impieghi e fonti) è la variazione della PFNB.

Non si confonda il CF che è solo il flusso derivante da ricavi e costi monetari dal flusso complessivo compreso delle variazioni di impieghi e fonti (investimenti/disinvestimenti e tutto ciò che non genera R/C): la somma dei due blocchi porta al delta della PFNB.

N.B: vi è la differenza tra CF e  $\Delta PFNB$  la quale è il risultato del CF più la  $\Delta$  di I e F.

Entrate dei ricavi
-uscite dei costi
-----
CF
+ entrate I/F
-uscite I/F
-----
$\Delta$ PFNB

Ricapitolando: Il CE da un risultato di competenza per la contabilità che è il reddito ed un risultato per la finanza che è il CF. Vi sono poi una serie di flussi finanziari in entrata e uscita che riguardano per esempio l'incasso di un credito o il pagamento di un debito (entrate ed uscite non connesse a ricavi e costi). Il saldo finale (CF + entrate relative ad impieghi e fonti – uscite relative ad impieghi e fonti) è il delta della PFNB. La PFNB si trova negli impieghi o fonte a seconda se la liquidità è > ai debiti di finanziamento o viceversa. Il saldo di tutti i flussi finanziari, connessi e non al CE, è il delta della PFNB (che non è il CF che invece è solo quello relativo ai flussi della gestione economica)

N.B:

$$PFN \text{ a breve} = \text{Liquidità} - \text{debiti di finanziamento}$$

$$\Delta PFN \text{ a breve} = \text{Cash-flow} - \Delta \text{fonti/impieghi}$$

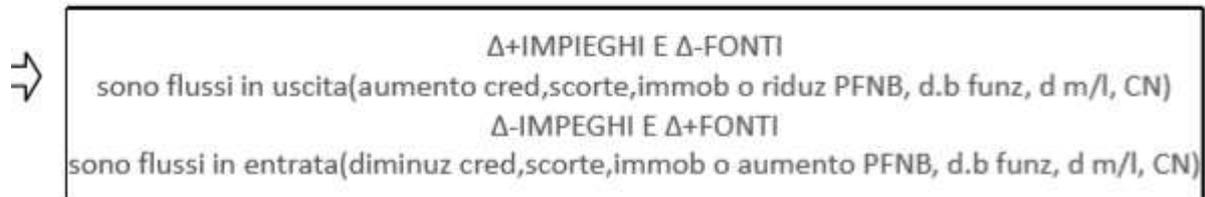
I flussi possono essere di tre tipi:

1. Economici: che non hanno manifestazione finanziaria e sono tipicamente ammortamenti/accantonamenti.
2. Finanziari: i flussi solo finanziari sono quelli che hanno a che fare con la variazione di impieghi e fonti, non hanno rilevanza economica (i dividendi sono solo finanziari, tutti i rapporti con i soci come apporti di capitale o pagamenti di dividendi)
3. Tra i due si trovano i flussi rappresentati da R/C con manifestazione monetaria (ricavi di vendita, costi di produzione).

### Analisi dei flussi finanziari

Lo strumento di analisi più semplice è quello che prende in considerazione la struttura finanziari di inizio periodo con quella di fine periodo confrontando le singole voci: in mezzo alle due ci sono state delle variazioni ed è quindi possibile ricostruire uno schema tra inizio e fine con il delta impieghi ed il delta fonti. Analizzando tali variazioni si può capire quali flussi, i cicli finanziari, hanno prodotto in quell'intervallo di tempo.

<b>IMPIEGHI</b>	<b>FONTI</b>
Crediti Scorte	PFNB Deb b funz
Immob	Deb m/l t CN
CI	CI



Ciò significa che in un intervallo di tempo, ottengo liquidità attraverso un aumento delle fonti o una riduzione di impieghi (incasso più crediti rispetto a quelli nuovi: si guarda lo stock di crediti ossia il saldo) e viceversa. Seguendo questo criterio dispongo le varie componenti di I/F a sinistra, ossia quelle che mi hanno dato una entrata netta mentre a destra quelle che mi hanno dato una uscita netta: attraverso questo semplice schema ci si spiega come è avvenuto un certo aumento degli I/F complessivo e quali componenti di F/I hanno generato entrate o uscite nette.

Rispetto all'equilibrio finanziario riesco a monitorare alcune variabili: quali investimenti ho effettuato (delta immobilizzazioni) e il delta delle fonti consolidate (ossia CN e D m/l): se ho un delta di investimenti pari a 50, un delta CN pari a 10 e un delta debiti a ml pari a 30 e aumento le immobilizzazioni in misura maggiore rispetto alle fonti consolidate si riduce il CCN perché non ho coperto totalmente i nuovi investimenti netti con nuove fonti consolidate nette e ho finanziato una parte dei nuovi investimenti netti con fonti a breve. In questo modo ho peggiorato l'equilibrio finanziario.

Elemento dinamico dell'equilibrio finanziario: guardo se in questo intervallo di tempo l'equilibrio finanziario è peggiorato o meno.

Tale schema lo si può fare sia a consuntivo, per spiegare il passato, che a preventivo per cercare di prevedere quello che accadrà.

N.B: con questo semplice schema è anche possibile avere una idea di quanto è stato il CF in questo periodo, inteso come saldo delle entrate dei ricavi monetari- uscite dei costi monetari.

Prendendo una accezione più ristretta di CF, si distingue la gestione economica tra gestione caratteristica e gestione extra caratteristica: la prima è data dall'insieme di C/R di produzione, vendita, amministrazione ossia il processo core dell'impresa.

Il risultato della gestione caratteristica (anche detto reddito operativo) è dato ricavi di vendita- costi operativi compresi quelli non monetari che al lordo degli ammortamenti si chiama EBITDA (Earning Before Interest Taxes Depreciation & Amortization) mentre l'EBIT è il risultato dopo gli ammortamenti ma prima degli interessi e delle imposte. Nella gestione extra caratteristica rientrano imposte, componenti straordinari, oneri e proventi finanziari: si tengono ben distinti per un motivo ossia distinguere l'efficacia della gestione caratteristica dall'incidenza della gestione extra e per valutare le capacità dell'impresa di far girare la sua struttura finanziaria. Sottraendo dal reddito operativo il risultato della gestione extra caratteristica si arriva al reddito netto.

$$\begin{aligned}
 & \text{RM GC} \\
 & \underline{(\text{CM GC})} \\
 & \text{CF GC} \\
 & + \text{RNM GC}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{(CNM GC) es amm/acc} \\ & \quad \underline{+/- R/C G EXTRA} \\ & \quad \text{RN} \end{aligned}$$

Dal punto di vista concettuale, il CF è dato dalla differenza tra le entrate dei ricavi meno le uscite dei costi della gestione caratteristica.

Tuttavia, per praticità si usa effettuare un calcolo in senso contrario che dal punto di vista pratico consente di risparmiare tempo: invece che dai ricavi monetari si parte dal reddito netto e si risommano tutte le componenti con segno opposto sino ad arrivare al CF della gestione caratteristica.

Quindi:

Se sommo ammortamenti e accantonamenti, sottraggo ricavi non monetari (che generalmente non esistono), aggiungono i ricavi e costi cambiati di segno della gestione extra caratteristica si arriva al CF.

$$\begin{aligned} & \text{Ric mon- Costi mon} = \text{CF} \\ & \text{CF} + \text{Ric non mon} - \text{Costi non mon(amm,acc al f.do rischi)} = \text{reddito netto} \\ & \text{Se risalgo ottengo: redd netto} + \text{costi non mon} = \text{CF} \\ & \text{con una buona approssimazione ottengo: utile} + \text{amm (di solito non vi sono ricavi non mon)}. \end{aligned}$$

Si ottengono due CF: quello della gestione caratteristica e quello della gestione complessiva.

Supponendo che i costi monetari della extra caratteristica siano solamente imposte e oneri finanziari netti, sommando il reddito netto, gli ammortamenti e accantonamenti e gli oneri finanziari netti ed imposte arrivo al CF della gestione complessiva;

Se sommo solo RN + ammortamenti e accantonamenti arrivo al CF della gestione caratteristica.

Quindi, se risommo anche imposte e oneri finanziari netti ottengo CF della gestione complessiva all'interno dello schema di variazione di impieghi e fonti.

Il CF essenziale composto da utile + ammortamenti lo trovo nel CN il quale si muove per reddito (che è un flusso economico) o perdite ed apporti dei soci.

Tuttavia, il reddito portato ad aumentare il CN è un flusso finanziario in quanto traccia del CF mentre gli ammortamenti non sono un flusso finanziario ma anche loro sono la traccia del CF.

Infatti, se genero del CF mi ritrovo che il CN aumenta per il reddito e le immobilizzazioni diminuiscono per gli ammortamenti.

L'aumento di una fonte (CN) e riduzione di un impiego (immobilizzazioni) sono flussi in entrata.

Se voglio calcolare facilmente qual è stato il CF del periodo posso sommare gli ammortamenti che hanno ridotto le immobilizzazioni e i redditi che hanno aumentato il CN: se però sono stati erogati dividendi, l'aumento del CN è un po' più basso in quanto essi riducono il CN (si può dunque trovare un delta CN che tiene conto anche dei dividendi erogati).

In altri termini: la liquidità generata dalla gestione economica rimane dentro l'azienda a finanziare l'insieme della struttura finanziaria ed è vedibile con la somma di reddito – dividendi + ammortamenti.

Questo è il CF che è stato lasciato in azienda. Mi ritrovo un delta immobilizzazioni che sono i nuovi investimenti al netto dei disinvestimenti e degli ammortamenti che andrebbero scorporati e messi a parte sotto forma di CF e sommati al delta di capitale netto.

**Esempio**: ho 30 nuovi investimenti – 10 ammortamento e 5 di CN per accumulo di reddito. Nel delta immobilizzazioni trovo 20 perché 10 si sono compensati con gli ammortamenti (tuttavia gli investimenti non sono un'uscita di 20 ma di 30 anche se contabilmente sono entrati gli ammortamenti a riduzione). Il CF è dato da utile 5 + ammortamenti 10 = 15.

Allora è più semplice non inserire i + 5 in CN, aggiungere il CF del periodo 15, delta immobilizzazioni +30 perché ho speso 30 di flusso in uscita: il CF ha contribuito a finanziare quello che mi è servito, insieme ai debiti.

Si ha una traccia del CF anche in questo tipo di calcolo e un maggior numero di informazioni (considerando investimenti per 20 ho una perdita di info, considerare 5 aumento CN è una perdita di informazioni perché i soci non hanno apportato niente ma abbiamo un CF pari a 15 che fa piacere rilevare).

E' come distinguere il CF dal suo utilizzo: se considero investimenti 20 al netto di ammortamenti è come considerare che ho messo 10 di CF dentro agli investimenti ma posso anche aver utilizzato tutti e 15 di CF.

- Se avessi + 30 di investimenti + 15 di CF e si inseriscono + 15 di maggiori debiti a m/l, l'equilibrio finanziario sarebbe rispettato: fare questa distinzione è utile ai fini del piano finanziario in quanti se devo effettuare previsioni devo prevedere quanto ho di CF per decidere come impiegarlo.
- Potrei finanziare con debiti a m/l termine tutti i 30 dell'investimento e in questo modo la struttura finanziaria e in particolare il CCN aumenta perché ho un investimento di 30 e fonti consolidate pari a 30 debiti a ml +15 CF: con 15 ho migliorato il CCN in quanto anche il CF è una fonte consolidata. In questo modo è stato possibile sia investire che migliorare il CCN.
- Se i 15 di CF non ci fossero, sarebbe una impresa che ha fatto 10 di ammortamenti e le è venuto un reddito netto negativo di 10: si dovranno fare 30 di d ml e per migliorare il CCN: è possibile effettuare un apporto di capitale o aumentava i debiti a medio lungo.
- Se ancora avesse fatto 45 di l/t perché non aveva autofinanziamento, sarebbe peggiorato il margine di struttura.

CF: margine di liquidità generato dalla differenza tra entrate dei ricavi e uscite dei costi dalla singola unità di prodotto che poi si moltiplica per il numero di unità di prodotto venduto.

Il flusso di liquidità che entra, generato dalla gestione economica, ha due valenze:

1. Ritorno delle immobilizzazioni: gli investimenti in immobilizzazioni tecniche non hanno un ritorno diretto ma generano dei CF. Esse partecipano alla produzione come fattori produttivi a fecondità ripetuta e generano un flusso in entrata pari alla differenza tra entrate dei ricavi e uscite dei costi. In questo modo si ha la misura di quanta cassa ogni anno venga generata a fronte di un esborso iniziale di un investimento (si ha un'idea della durata del ritorno dell'investimento e del rendimento). Esempio: supponiamo ci sia un investimento di 100 e una somma di CF e altri ritorni pari a 140. Questi 140 vengono ripartiti in 5 anni di durata dell'investimento e mi danno un 100 di recupero del nominale investito più un 40 di rendimento. Con VAN e TIR si valuta poi la convenienza o meno dell'investimento.
2. Fonte di autofinanziamento: il CF assume valenza di autofinanziamento, vedendo il CF come un flusso di liquidità che costituisce una forma di finanziamento interna generato dall'impresa all'interno attraverso la gestione economica che opera insieme alle fonti esterne ossia apporti dei soci e debiti. Di quest'ultima valenza del CF si hanno tre utilizzi principali: rimborsare debiti; effettuare nuovi investimenti; remunerare i soci.

Il CF può avere diverse classificazioni: 1. distinzione tra CF della gestione caratteristica e CF della gestione complessiva. In questo modo si distingue quanto CF è stato generato dalla sola gestione tipica, ossia quella che si occupa del ciclo di produzione, amministrazione e vendita (riguarda il core business dell'impresa e dà origine all'EBITDA: dà l'idea di quanto la gestione tipica è stata in grado di generare in termini di liquidità).

N.B: questo CF (della gestione caratteristica) è analogo, cioè si avvicina molto, all'EBITDA elaborata dai dati contabili ossia quel reddito primo degli oneri finanziari, imposte e ammortamenti.

Ci sono poi costi e ricavi monetari della gestione extra caratteristica che riguardano le attività accessorie dell'impresa (imposte, oneri finanziari e i componenti straordinari). Dal CF della gestione caratteristica, levando le uscite e le entrate e della gestione extra si ottiene il CF complessivo: di solito, una impresa industriale o di servizi, consuma cassa ossia ha un risultato negativo.

CF gestione caratteristica – costi e ricavi monetari della extra caratteristica = CF gestione complessiva.

Si ottengono quindi due dati: uno è il CF della gestione caratteristica e l'altro il CF della gestione complessiva al netto dei componenti accessori, oneri finanziari netti e delle imposte. E' interessante tenerli separati per capire quanto è stata la generazione di cassa da parte della caratteristica e quanto è stato assorbito da quella extra caratteristica per arrivare alla complessiva.

I componenti straordinari sono qualcosa che in sede di previsione non si hanno.

Il CF della gestione complessiva è minore di quello della caratteristica nella misura in cui di norma, le imposte sono un'uscita netta, gli oneri finanziari sono maggiori dei proventi e quindi drena risorse. Una parte delle risorse generate dalla caratteristica vengono assorbite dalla extra caratteristica.

2. Una seconda classificazione riguarda la differenza tra CF potenziale e CF effettivo. Il primo è quello che in economia aziendale è chiamato reddito spendibile: la differenza tra i due è che il CF potenziale è il saldo tra ricavi monetari meno costi monetari (conta la natura di C/R presi con il criterio di competenza). Essendo presi dal CE di competenza, non è scontato che tutti questi componenti si siano effettivamente manifestati come liquidità entro il 31/12 dell'anno: allora si presenta la necessità di considerare anche un CF effettivo che è quello potenziale ricondotto all'effettivo incasso entro il 31/12. Ciò significa riconciliare competenza con cassa:

- I ricavi di competenza diventano liquidi con l'incasso: la riconciliazione tra ricavi e incassi è data dalla variazione del portafoglio crediti. Nel corso di un anno si avrà nei primi mesi l'incasso dei ricavi di competenza dell'anno prima e i ricavi di competenza dell'ultimo mese di quest'anno saranno di cassa nell'anno prossimo. E' la variazione dei crediti che mi dà la differenza tra ricavi di competenza ed incassi: ho 100 di ricavi di competenza, un portafoglio crediti iniziale di 40 che alla fine dell'anno è diventato 50. Quindi ho accumulato 10 di crediti in più nell'anno: ciò significa che l'incasso effettivo su 100 di ricavi è stato solo 90 perché 10 sono andati ad aumentare il portafoglio crediti e quindi sono rinviati all'anno successivo. Aumento dei crediti significa aumento di un impiego, e quindi minore incasso: si ha una componente di CF effettivo solo di 90 mentre quella di CF potenziale erano tutti e 100 di ricavi;
- Simmetrico dal punto di vista dei costi: i costi monetari del CF potenziale diventano le uscite di cassa del CF effettivo entro l'anno e la differenza tra così e uscite è la variazione dei debiti verso fornitori. Il delta portafogli debiti riconcilia costi di acquisto con pagamenti. Se i debiti a breve di funzionamento aumentano, significa meno uscita: se ho 60 di acquisti e 20 di debiti verso fornitori e questi ultimi diventano 25 significa che per i 60 di acquisti ne ho pagati solo 55, 5 hanno aumentato lo stock di fornitori. Ciò genera una componente positiva di CF effettivo;
- Il terzo componente da riconciliare è quello relativo alle scorte: nel CE si trova la variazione delle scorte con segno + se è in aumento o meno se è in diminuzione. Dal punto di vista finanziario ciò non