

I cicli finanziari, il cash flow operativo e l'obiettivo – vincolo dell'equilibrio finanziario

I cicli finanziari: origine, tipologia e natura dei flussi finanziari che li compongono

- ✓ I cicli finanziari hanno origine in seguito ad un esborso o un'uscita finanziaria dovuta all'acquisizione di fattori produttivi, ed in seguito all'incasso o entrata finanziaria derivante dalla vendita di prodotti e/o servizi. Si distinguono in base alla natura dei flussi finanziari che li compongono:
 - I cicli degli impieghi che si suddividono in impieghi in beni correnti e impieghi in beni strumentali. I primi hanno un ritorno diretto; i secondi invece, hanno un ritorno indiretto attraverso la vendita del bene o servizio ottenuto grazie a questi beni strumentali.
 - I cicli delle fonti che consentono di attivare i cicli degli impieghi. Essi devono essere simmetrici nel senso che i tempi di ritorno dei cicli degli impieghi devono essere compatibili con i tempi di esigibilità dei cicli delle fonti. Quanto più è il rischio sui tempi e sull'entità dei flussi di ritorno degli impieghi, tanto maggiore deve essere la differenza di velocità di rotazione degli impieghi rispetto alle fonti.

Il cash flow operativo: concetto e rilevanza come fonte di ritorno degli impieghi in immobilizzazioni tecniche; profilo finanziario dell'investimento

È la seconda categoria di investimenti incrementali, rappresentata dai cash flow generati dalla gestione operativa, dati dalle entrate relative ai ricavi monetari – le uscite relative ai costi monetari della gestione caratteristica, ovvero connessi alla produzione, tra questi rientrano i ricavi, i costi di produzione e i costi amministrativi; il saldo di queste grandezze determina il margine operativo lordo (EBITDA), L'EBITDA rappresenta il cash flow operativo. i costi della gestione straordinaria non vengono considerati in quanto non prevedibili in sede di previsione e pianificazione. Gli interessi passivi e attivi e le imposte sono dei costi e dei ricavi monetari, ma non vengono inclusi nei flussi che compongono il cash flow per 2 ragioni: gli oneri finanziari non sono inseriti nel calcolo dei cash flow in quanto l'attualizzazione dei flussi avviene al tasso di interesse cut-off rate, che essendo composto dal WACC, porta già con sé il costo del capitale comprensivo degli oneri finanziari. I flussi da attualizzare sono quindi al lordo degli oneri finanziari, perché altrimenti si avrebbe una duplicazione di tali costi. Le imposte possono essere considerate o meno nel calcolo. Nel primo caso si avranno flussi al netto delle imposte, si avrà un rendimento al netto delle stesse, dando maggior neutralità ai valori di VAN e TIR, non considerandole, si avranno flussi al lordo delle imposte, quindi rendimenti lordi. Sotto il profilo finanziario, le immobilizzazioni tecniche sono caratterizzate da un ciclo di disinvestimento, ciò vale a dire che il tempo di recupero ha una durata pluriennale, infatti la reintegrazione finanziaria dei mezzi usati è indiretta, in quanto avviene tramite i ricavi delle vendite della produzione a cui tali mezzi hanno partecipato; questo ciclo di disinvestimento dei beni strumentali si può concludere con un realizzo indiretto quello che si ricava da un eventuale cessione a titolo oneroso.

- **La struttura Finanziaria: concetto e rilevanza; analisi attraverso il prospetto fonti/impieghi, le diverse tipologie di scorte e il rispettivo ciclo finanziario**

La struttura finanziaria o prospetto di fonti e impieghi, è la fotografia fatta in un determinato istante dei cicli finanziari in corso. Lato impieghi si trovano crediti, scorte e immobilizzazioni; lato fonti, troviamo la posizione finanziaria netta (liquidità – debiti di finanziamento), i debiti di funzionamento, i debiti a medio – lungo termine e il capitale netto. Essa consente di formulare delle previsioni sulle entrate e sulle uscite future. è la determinante dei flussi futuri; ne consegue che gli impieghi in essere oggi genereranno flussi in entrata futuri (crediti, scorte e immobilizzazioni) e le fonti in essere oggi genereranno flussi in uscita futuri (PFNB negativa, debiti a breve di funzionamento e a medio-lungo di finanziamento). Il prospetto fonte-impieghi è uno strumento di programmazione oltre che di analisi, nel quale si elencano gli impieghi in ordine dai più rapidi nel diventare liquidi, mentre le fonti a partire dalle più esigibili.

Le scorte possono essere classificate dal punto di vista del ritorno in materie prime, semilavorati, prodotti finiti e/o merci. Le scorte di materie avranno il ciclo di ritorno più lungo poiché subiscono l'intero ciclo di produzione ed una volta venduti, non sono più scorte ma esse transitano nei crediti e terminano il loro ciclo finanziario una volta incassate. Altra classificazione è quella tra scorte permanenti e oscillanti. Dal punto di vista finanziario, in presenza di scorte oscillanti si avranno uscite costanti e un unico incasso; in presenza di scorte permanenti si avranno flussi in uscita per i costi di produzione e flussi in entrata per la vendita.

- **Gli impieghi nella struttura finanziaria: Immobilizzazioni materiali ed immateriali e gli intangibles**
Le immobilizzazioni si classificano in tecniche (materiali e immateriali) e finanziarie. Dal punto di vista finanziario tra le materiali (impianti, macchinari) e immateriali (brevetti, software) non vi è nessuna differenza, poiché entrambe hanno un certo profilo di uscite e in seguito dei flussi di cassa indiretti derivanti dai cash flow; mentre le immobilizzazioni finanziarie (partecipazioni, crediti a lungo termine) hanno un profilo finanziario nel quale l'impiego non ha un flusso di ritorno ben visibile. La durata del ciclo di ritorno delle immobilizzazioni tecniche è variabile in funzione della natura dei beni stessi: è nella proporzione con cui sta il cash flow generato rispetto al bene strumentale. Gli intangibles sono una serie di fattori produttivi di tipo immateriale, non contabilizzati in bilancio che hanno un peso importante sulla performance e competitività dell'impresa (immagine, reputazione, valore del brand, disponibilità di risorse umane con determinate competenze). Si formano da un investimento ma non vi sono legati in quanto producono effetti sui cash flow degli investimenti successivi effettuati dalla stessa impresa.
- **Le fonti nella struttura finanziaria: mezzi propri e di terzi. La formazione del capitale netto**
Le fonti possono essere ricavate attraverso mezzi terzi e mezzi propri: tra i primi vi sono i debiti connessi alla gestione economica e amministrativa a breve (fornitori, debiti fiscali) e a m-l (TFR) e quelli finanziari, cioè i debiti attivati col sistema bancario e con i mercati finanziari, a breve e a m-l. Tra i secondi vi è il capitale netto che è il patrimonio dell'impresa; esso si forma dai conferimenti iniziali dei soci, dagli eventuali apporti successivi e dagli utili non distribuiti portati a riserva. Infine la PFNB, cioè il saldo tra liquidità e Db fin a breve si considererà un impiego o una fonte a seconda che prevalgano o l'una o gli altri.
- **Indicatori ed indici per la valutazione dell'equilibrio finanziario della struttura finanziaria**
L'indicatore per eccellenza è il capitale circolante (deve essere positivo). È l'indicatore che permette di osservare il rapporto tra gli impieghi veloci e la rapida esigibilità delle fonti, ed anche il rapporto tra le immobilizzazioni e le fonti consolidate. Manovrando il CCN, si manovra la velocità relativa dei flussi in entrata per il ritorno degli impieghi e dei flussi in uscita per l'esigibilità delle fonti. Procura quindi un differenziale di velocità tra rotazione degli impieghi e rotazione delle fonti che mi dà l'aspettativa del fluido incrocio. Il margine di struttura (anch'esso possibilmente positivo), cioè la differenza tra capitale netto e immobilizzazioni e il margine di tesoreria, ovvero lo stesso CCN visto sotto forma di indice (maggiore di 1).

Composizione del CCN e valutazione di convenienza ai fini della sua determinazione

- ✓ Il CCN è la somma di crediti e scorte al netto dei Db funz a breve. Ai fini della sua determinazione vi sono tre parametri ognuno dei quali influisce nella valutazione di convenienza: tanto più circolante netto quanto più le immobilizzazioni sono rischiose e lente; coprire il CC lordo con fonti consolidate rallenta l'esigibilità complessiva e consolida il finanziamento del circolante. Più c'è capitale netto meno serve CCN; questi primi due parametri si compensano a vicenda. In ultimo, a seconda che le scorte siano oscillanti o permanenti, servirà minor CCN nel primo caso per il fatto che siano un fabbisogno a breve e maggior CCN nel secondo caso.

Il concetto di equilibrio finanziario

L'equilibrio finanziario è quella condizione della struttura finanziaria tale da dare luogo, in prospettiva futura, ad un fluido incrocio tra i flussi in entrata procurati dal ritorno degli impieghi e i flussi in uscita provocati dall'esigibilità delle fonti. È un concetto che si lega ai cicli finanziari, degli impieghi e delle fonti, e alla struttura finanziaria. I cicli finanziari sono rappresentati dal prospetto di fonti/impieghi. La struttura finanziaria è la fotografia, in un dato istante, dei cicli finanziari in corso; essa consente inoltre di formulare delle previsioni sulle entrate e sulle uscite future.

Rilevanza dell'equilibrio finanziario come obiettivo – vincolo come gestione finanziaria

- ✓ La gestione finanziaria richiede la redazione del piano finanziario per garantire l'equilibrio tra fonti e impieghi, ossia ad assicurare l'equilibrio finanziario. Esso deve considerare le evoluzioni future quanto meno nel medio termine. Per un equilibrio finanziario funzionale alla gestione finanziaria, consideriamo il rendiconto finanziario, prospetto contabile contenente i flussi finanziari di ogni impresa, divisi per funzione a seconda delle finalità di analisi, consideriamo 2 macroaree: la prima riguarda la differenza tra entrate relative ai ricavi e uscite relative ai costi, il saldo corrisponde al cash flow, la seconda riguarda le variazioni di fonti e impieghi. Il saldo complessivo delle 2 aree è la variazione della posizione finanziaria netta a breve, dove per PFNB si intende la differenza tra liquidità e debiti di finanziamento a breve termine. I debiti di finanziamento sono i debiti derivanti dalla gestione finanziaria (db verso banche e/o verso il mercato finanziario). L'equilibrio finanziario serve a garantire l'equilibrio tra fonti e impieghi. Le fonti, così come gli impieghi hanno un proprio ciclo finanziario di segno opposto e quindi simmetrico rispetto a quello degli impieghi più veloci sono a rientrare gli impieghi più brevi potranno essere i finanziamenti. L'equilibrio finanziario è un problema di rapporto di velocità. Un'impresa è in equilibrio quando in prospettiva di medio termine conserva un equilibrio tra rotazione degli impieghi a entrare (cash flow attesi) e rotazione delle fonti a uscire (rate del prestito per finanziare l'attività). La finanza deve costruire una struttura delle fonti che sia congrua e appropriata ai tempi di ritorno degli impieghi. L'importo del cash flow deve essere almeno pari alle rate del prestito. L'importo della rata è certo, il cash flow che ci si attende di registrare ogni anno è una previsione, è allora prudente mantenere un margine di vantaggio tra cash flow e rata proporzionale al rischio che grava sui cash flow attesi. Per forme di finanziamento coerenti con la propria struttura delle entrate l'impresa può agire su l'ammontare del prestito o il numero di rate, non può agire invece sul tasso di interesse applicato. L'equilibrio finanziario può essere definito come quella condizione della struttura finanziaria, tale da dare luogo ad un fluido incrocio tra flussi in entrata e flussi in uscita generata dalla rotazione di impieghi e fonti. L'equilibrio finanziario è un obiettivo-vincolo, ossia un obbligo, in tutta la gestione finanziaria. Tale concetto di equilibrio finanziario è finalizzato a chi deve progettare e decidere la struttura delle fonti, ossia a chi deve reperire i finanziamenti.

Le fonti nella struttura finanziaria: debiti a medio e lungo termine

Si dividono in finanziari e di funzionamento. I debiti finanziari sono quelli derivanti dall'attivazione di strumenti di finanziamento a medio lungo termine. Quelli di funzionamento derivano dalla gestione produttiva e commerciale. Quello più importante è il TFR. Per il TFR si parla di accantonamento ma è meglio parlare di debito. È una fonte, praticamente automatica, il cui costo è molto basso. È una fonte di finanziamento al di fuori dei mercati finanziari e degli intermediari finanziari. Quindi è stabile, automatica, economica.

Nelle imprese sopra i 50 dipendenti, il TFR viene accantonato verso l'INPS quindi le imprese, questa fonte la stanno lentamente perdendo. Questo perché un versamento all'INPS è considerato come un versamento contributivo quindi un'entrata del conto finanziario della pubblica amministrazione. Diventa una fonte di finanziamento per lo stato. In ogni caso c'è poi la scelta di mandare il TFR ai

fondi pensione integrativi. I debiti di finanziamento sono tutti i finanziamenti attivati a medio lungo termine dal mercato finanziario oppure da intermediari finanziari.

Le fonti nella struttura finanziaria ed il capitale netto

Le fonti nella struttura finanziaria, così come gli impieghi, hanno un proprio ciclo finanziario, di segno opposto e quindi simmetrico rispetto a quello degli impieghi. Sono rappresentate da PFN (Liquidità - debiti di finanziamento), debiti di funzionamento, e debiti a medio-lungo termine e il capitale netto. Caso particolare all'interno delle fonti è rappresentato dal capitale netto, il quale non genera flussi in uscita: rappresenta, al contrario, uno stabilizzatore della struttura finanziaria, in modo particolare in relazione al rischio. Esso genera infatti una differenza tra flussi in entrata e flussi in uscita, che è tanto più ampia quanto maggiore è l'entità del capitale netto.

La valutazione delle obbligazioni

$$P = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{VR}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{VR}{(1+r)^n}$$

- **La valutazione delle obbligazioni, il calcolo del rendimento a scadenza (yield maturity), il calcolo del fair value.**

Formula che si usa per determinare la convenienza di un investimento. Si riferisce a un'attività finanziaria in cui l'incognita può essere rappresentata da r o da P : se l'incognita ricercata è r , si ha il calcolo del rendimento a scadenza (yield to maturity) e l'equazione dà come risultato la determinazione del TIR; se si pone come incognita il prezzo, si ottiene il calcolo del Fair Value, considerando come tasso di attualizzazione r il costo opportunità dell'investimento. Quando l'azienda deve effettuare un calcolo di convenienza su un investimento, i calcoli vengono fatti in termini finanziari, avendo riguardo ai cash flow, che sono l'avanzo finanziario, ciò che si può trarre dall'investimento, per effettuare il calcolo è necessario ipotizzare i flussi finanziari futuri, attualizzandoli all'istante in cui avviene la valutazione di convenienza. Se l'investimento riguarda l'acquisto di una società i vari capitali da attualizzare sarebbero i dividendi. VR è il valore residuo di realizzo, il valore che resta alla fine dell'investimento o, nel caso di valutazione d'azienda, al termine di liquidazione della società; anche tale valore deve essere opportunamente attualizzato. Così facendo, si confronta l'investimento con la successione di flussi

finanziari di cash flow che l'impresa si attende di incassare dal momento dell'analisi fino alla fine dell'investimento. Risolvendo l'equazione in termini di r si trova, come visto, il tasso interno di rendimento dell'investimento. Il TIR dev'essere tale da consentire all'azienda di rientrare del proprio investimento, tenuto anche conto del livello di rischio sopportato dall'impresa per attuarlo: più è rischioso l'investimento, maggiore dovrà essere il rendimento dell'investimento (tasso-opportunità). Nella valutazione del TIR si deve infatti tener conto del rischio di impresa. Di tassi di attualizzazione ne esistono diversi, ma i due fondamentali sono quelli che fanno riferimento all'equity (capitale proprio) e al capitale investito. Molto spesso si fa riferimento al capitale investito (l'*enterprise value*, dato dalla somma di equity + capitale di debito). In tal caso, la formula riportata è la stessa, ma al numeratore si avranno i flussi finanziari al lordo degli interessi passivi. Si tratta di una formula generale, che si applica qualsiasi scelta si debba fare sulla convenienza di un investimento. Se l'incognita posta fosse P anziché r , la stessa formula non fornirebbe più il tasso interno di rendimento, ma il fair-value, ossia il valore di mercato dell'attività finanziaria dato il tasso di rendimento. Se l'esborso sostenuto per effettuare l'investimento è inferiore rispetto al valore di mercato (fair value, cioè P così determinato), la differenza è valore aggiunto generato dall'investimento stesso. Si tratta di una formula finanziaria che può essere utilizzata per valutare un investimento, ma anche per valutare l'acquisto di un'obbligazione.

Il rischio di prezzo ed il rischio di cambio

Sugli strumenti obbligazionari possono gravare rischi differenti: rischio emittente (colui che emette l'obbligazione non sia in grado di adempiere i propri impegni finanziari), rischio monetario (investe tutti i titoli che non sono a indicizzazione reale), rischio di liquidità (riguarda titoli societari non quotati), rischio di cambio, rischio di mercato e rischio di reinvestimento. Il rischio di mercato (di prezzo) si sostiene sui titoli a tasso fisso, ovvero in cui la cedola è fissa. Il rischio in questo caso è che una variazione dei tassi di mercato non renda più conveniente l'investimento nel titolo effettuato. In particolare, quando i tassi di rendimento sono fissi, la mancata convenienza è dovuta a un aumento dei tassi sul mercato. La perdita è dovuta al fatto che il titolo posseduto ha un rendimento inferiore a quello offerto dai tassi di mercato, per cui perde valore. Vi è infatti una correlazione tra tasso di rendimento e tasso di mercato: se il tasso di rendimento è fisso non si adegua a quello di mercato, allora, le variazioni dei tassi di mercato si scaricano sul prezzo. La variazione di prezzo è inversamente proporzionale a quella dei tassi di mercato: se i tassi di mercato raddoppiano, il prezzo del titolo con cedola fissa si dimezza. Altro rischio importante è quello di reinvestimento, connesso alla vita residua del titolo e, in particolare, al fatto che esso paghi o meno le cedole. La vita residua del titolo è il tempo che manca al rimborso dello stesso e ne influenza il valore finanziario, per via della struttura di calcolo dell'attualizzazione. Gli analisti finanziari hanno affinato questo concetto, parlando non più di vita residua ma di duration: la duration non rappresenta la semplice vita residua del titolo, ma la vita finanziaria residua. Il rischio di cambio riguarda titoli denominati in valuta diversa da quella domestica ed è legato alla variabilità del rapporto di cambio tra due valute diverse. Nella quasi totalità dei casi le imprese scelgono di coprirsi da esso, così da non essere esposte all'andamento di un'ulteriore variabile aleatoria in un contesto già così dinamico e imprevedibile.

- **Il rating delle obbligazioni**

Analizzando la scala di rating proposta da Standard & Poor's, si nota come agli strumenti finanziari sia attribuita una diversa valutazione in funzione della loro capacità di onorare il pagamento degli interessi e del capitale e dell'esposizione ad avverse condizioni economiche, finanziarie e settoriali. La classificazione va dai titoli tripla A fino agli investimenti di classe D, caratterizzati da una situazione di conclamata insolvenza. Gli investimenti che vanno da una classificazione tripla A a una classificazione tripla B (talvolta anche solo doppia) prendono il nome di investment grade, mentre al di sotto si parla di speculative grade. Le scale di rating misurano esclusivamente il rischio emittente, ovvero il grado di solvibilità dello stesso. Non è, quindi, una graduatoria che tenga conto di tutti i rischi in termini assoluti. Più il rischio è alto, maggiore dovrà essere il rendimento.

- **Il rischio di prezzo ed il rischio di cambio**

Sugli strumenti obbligazionari possono gravare rischi differenti: rischio emittente (colui che emette l'obbligazione non sia in grado di adempiere i propri impegni finanziari), rischio monetario (investe tutti i titoli che non sono a indicizzazione reale), rischio di liquidità (riguarda titoli societari non quotati), rischio di cambio, rischio di mercato e rischio di reinvestimento. Il rischio di mercato (di prezzo) si sostiene sui titoli a tasso fisso, ovvero in cui la cedola è fissa. Il rischio in questo caso è che una variazione dei tassi di mercato non renda più conveniente l'investimento nel titolo effettuato. In particolare, quando i tassi di rendimento sono fissi, la mancata convenienza è dovuta a un aumento dei tassi sul mercato. La perdita è dovuta al fatto che il titolo posseduto ha un rendimento inferiore a quello offerto dai tassi di mercato, per cui perde valore. Vi è infatti una correlazione tra tasso di rendimento e tasso di mercato: se il tasso di rendimento è fisso non si adegua a quello di mercato, allora, le variazioni dei tassi di mercato si scaricano sul prezzo. La variazione di prezzo è inversamente proporzionale a quella dei tassi di mercato: se i tassi di mercato raddoppiano, il prezzo del titolo con cedola fissa si dimezza. Altro rischio importante è quello di reinvestimento, connesso alla vita residua del titolo e, in particolare, al fatto che esso paghi o meno le cedole. La vita residua del titolo è il

tempo che manca al rimborso dello stesso e ne influenza il valore finanziario, per via della struttura di calcolo dell'attualizzazione. Gli analisti finanziari hanno affinato questo concetto, parlando non più di vita residua ma di duration: la duration non rappresenta la semplice vita residua del titolo, ma la vita finanziaria residua. Il rischio di cambio riguarda titoli denominati in valuta diversa da quella domestica ed è legato alla variabilità del rapporto di cambio tra due valute diverse. Nella quasi totalità dei casi le imprese scelgono di coprirsi da esso, così da non essere esposte all'andamento di un'ulteriore variabile aleatoria in un contesto già così dinamico e imprevedibile.

I compiti della funzione finanza ed il suo posizionamento nell'organizzazione aziendale

La finanza aziendale è una parte del vasto mondo della finanza e costituisce una funzione aziendale. Un'azienda è una struttura che opera per funzioni, ciascuna con un proprio obiettivo specifico, organizzata secondo una struttura piramidale: al vertice vi è il CEO, l'amministratore delegato, il top manager dell'azienda, che la coordina, al di sotto di esso si articolano diverse funzioni tra cui Produzione, Marketing, Ricerca e Sviluppo e Finanza: Il responsabile di quest'ultima funzione è il CFO, tra le tante funzioni a cui la finanza sovrintende rientrano la gestione delle operazioni straordinarie e la valutazione degli investimenti, che prende il nome di gestione finanziaria in senso stretto. Nella funzione finanza è integrata anche l'amministrazione in cui rientrano contabilità, bilancio e controllo di gestione. La gestione finanziaria comprende: gestione della tesoreria, gestione dei rischi finanziari, operazioni straordinarie, valutazione degli investimenti e delle strategie, definizione del piano finanziario di copertura dei fabbisogni. La gestione della tesoreria ha riguardo all'analisi di incassi e pagamenti e all'amministrazione del denaro. La gestione dei rischi finanziari attiene alla gestione dei rischi, generalmente connessi all'attività industriale- quindi non dovuti a speculazione; comprende rischi sui crediti commerciali, rischi di cambio e rischi di tasso di interesse, che si verificano ogni qual volta si opti per un finanziamento a tasso fisso piuttosto che a tasso variabile sulla base di proprie previsioni circa l'andamento futuro dei tassi. Quando si parla di rischi, le imprese possono scegliere se esporsi al rischio o coprirsi da esso. La valutazione degli investimenti e delle strategie e la definizione del piano finanziario di copertura dei fabbisogni ricoprono un ruolo essenziale, andando a ricercare le soluzioni più convenienti per finanziare lo sviluppo, in tutte le situazioni, di crescita e di crisi, tenendo conto delle convenienze dell'impresa e della creazione di valore per i soci. L'impresa infatti non è un'entità astratta, ma è in funzione dei soci: è per gli stessi che deve generare valore

Modelli di struttura finanziaria nei diversi sistemi paese

Modelli di struttura finanziaria nei principali sistemi paese (USA, Italia, Germania)

I modelli di struttura finanziaria (e quelli di struttura proprietaria) dipendono anche dai sistemi paese.

- Il modello presente negli Stati Uniti è caratterizzato da PFNB positiva, forte CN, pochi debiti di funzionamento e tanti debiti a medio-lungo termine, soprattutto obbligazioni. Ha quindi una robusta capitalizzazione, poco indebitamento basato sul mercato finanziario e non sul sistema bancario. La PFNB è positiva perché ben considerata dal mercato. Si apre il capitale molto prima che nel modello italiano e i soci rinunciano all'effetto leva; inoltre la proprietà delle imprese circola molto. Il settore tecnologico si sposa bene con questo modello in cui la tempistica è essenziale.
- In Italia il modello presenta di norma un PFNB negativa, un CN molto compresso, molto utilizzo delle banche e poco utilizzo del mercato, sia a breve termine, sia a lungo. Il mercato interno è caratterizzato da consistenti dilazioni di pagamento e per questo il fabbisogno per i crediti è elevato. Questo modello comporta una maggiore fragilità delle imprese e una certa lentezza negli investimenti; è un modello tipico di un'impresa con redditività media con velocità di crescita bassa, spesso in settori tradizionali.