

**IL DIMENSIONAMENTO DELLA  
STRUTTURA  
FINANZIARIA OTTIMALE  
DI  
UN'IMPRESA INDUSTRIALE**

# **La funzione finanziaria**

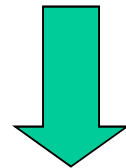
**Come base per l'individuazione del  
Fabbisogno**

Nell'economia moderna le transazioni di beni e servizi si realizzano per mezzo della moneta, la quale si qualifica come attività finanziaria.

Ad ogni transazione corrisponde un flusso finanziario tra gli operatori (rapporti di credito/debito).

**L'ECONOMIA MODERNA SI QUALIFICA  
COME CREDITIZIA**

Gli sfasamenti temporali nascenti dalle modalità di regolamento degli scambi implicano la necessità di riequilibrare i flussi monetari in entrata con quelli in uscita



### VINCOLO FINANZIARIO:

Necessità di disporre di risorse di capitale capienti per fronteggiare le uscite operate tempo per tempo

Per le imprese, le quali  
**anticipano i costi ai ricavi,**  
ogni decisione di investimento genera un  
**fabbisogno di capitali,** a prescindere dalla  
consistenza finale del reddito.

Presupposto degli studi finanziari:

Le risorse di capitale, al pari degli altri input produttivi, sono scarse ed onerose.



Ogni utilizzo di capitale comporta un duplice costo:

- **Costo finanziario**
- **Costo opportunità**

Nell'ambito dell'attività d'impresa la funzione finanziaria attiene alle decisioni di breve e lungo termine in ordine all'acquisizione e all'allocazione delle risorse di capitale (soddisfacimento del fabbisogno finanziario)

Nel **breve termine** c'è doppia interdipendenza tra funzione economica e la funzione finanziaria:

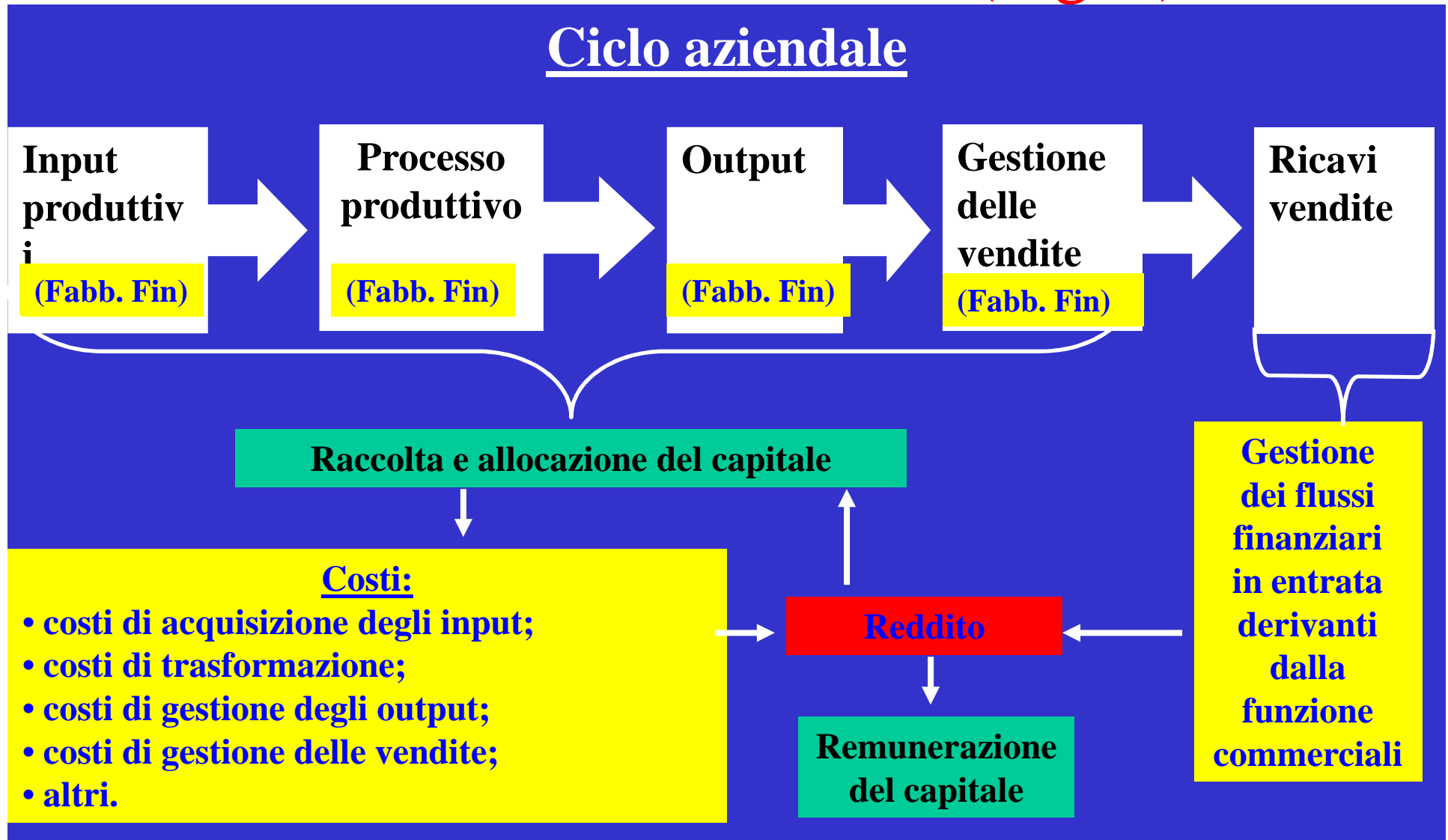
1. I flussi reddituali influenzano la dinamica monetaria;
2. I flussi reddituali influenzano l'entità delle risorse di capitale.

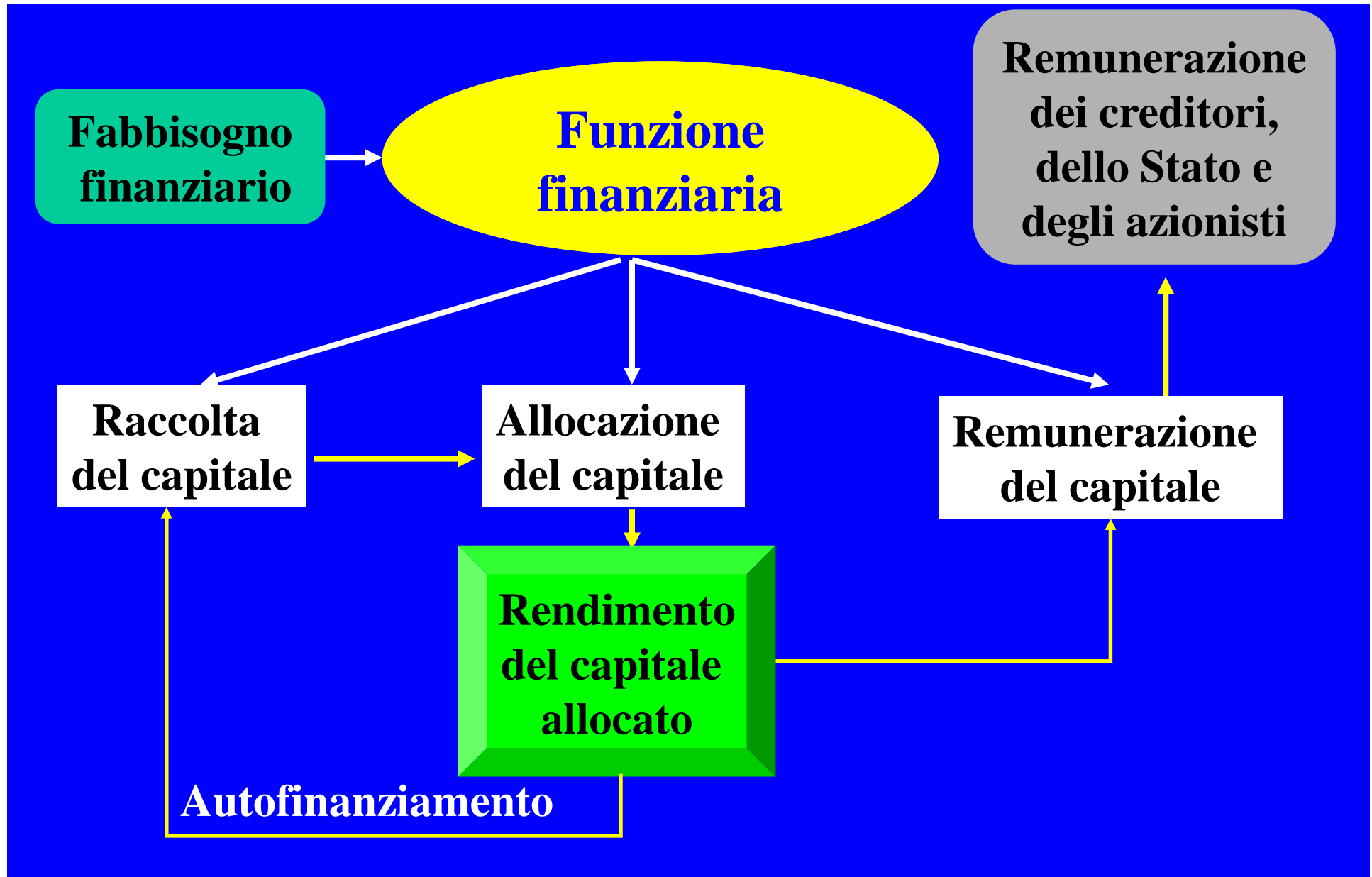


Nel **lungo termine** interdipendenza sostanziale  
tra la funzione economica e la funzione  
finanziaria:

Il rendimento degli investimenti posti in  
essere ed il costo per il finanziamento  
degli stessi rappresentano la base del  
valore dell'impresa.

# La funzione finanziaria (segue)





Fabbisogno finanziario: insieme  
delle risorse necessarie per  
acquisire tutti i fattori della  
produzione

Fabbisogno lordo: impieghi patrimoniali  
Fabbisogno netto: impieghi patr. – autofin.to

*“L’impresa riceve ricchezza attraverso capitale proprio (compreso l’autofinanziamento) e capitale di credito, la incorpora in beni e servizi e ne sposta continuamente il valore su altri beni e servizi”.*

**L'analisi finanziaria**  
**per l'individuazione della**  
**struttura finanziaria ottimale**

# Individuazione del fabbisogno lordo

La determinazione del fabbisogno finanziario rileva sotto il profilo quantitativo e temporale.

La principale fonte informativa per comprendere le dinamiche del ciclo economico-finanziario è il bilancio di esercizio (e la adeguata contabilità).

## La classificazione funzionale degli impieghi

- Impieghi collegati direttamente con la funzione di produzione
- Impieghi non collegati direttamente con la funzione di produzione



# La classificazione funzionale degli impieghi (segue)

I movimenti degli impieghi collegati direttamente con la funzione di produzione **trovano contropartita nel conto economico.**

Ad esempio:

+ Crediti commerciali = Ricavi vendite

$$\text{Crediti}_{t_0} = \text{Crediti}_{t-1} + \text{Ricavi vendite}_{t_0}$$

# La classificazione funzionale degli impieghi (segue)

I movimenti degli impieghi non collegati direttamente con la funzione di produzione **non trovano contropartita nel conto economico.**

Ad esempio:

+ investimenti in titoli → nessuna variazione diretta del conto ec.

# La classificazione funzionale degli impieghi (segue)

## **IMPIEGHI TIPICI:**

Impianti, macchinari, terreni, fabbricati, mobili d'ufficio, marchi, brevetti, scorte... **[attività reali]**

Crediti commerciali, cassa, c/c attivi, effetti attivi, ri.ba.... **[attività finanziarie]**

# La classificazione funzionale degli impieghi

## **IMPIEGHI NON TIPICI:**

Immobilizzazioni scollegate dal ciclo produttivo  
**[attività reali]**

Azioni, obbligazioni, crediti verso società del  
gruppo, pct, derivati finanziari **[attività  
finanziarie]**

# La classificazione finanziaria degli impieghi

- **Impieghi durevoli (immobilizzazioni nette - Capitale fisso)**
- **Impieghi circolanti (attività correnti)**

## La classificazione temporale degli impieghi (segue) - Immobilizzazioni nette

Le immobilizzazioni nette si caratterizzano da un punto di vista temporale per essere investimenti a **fecondità ripetuta**.

La loro funzione economica riguarda più esercizi

# La classificazione temporale degli impieghi (segue) - Immobilizzazioni nette

- **Immobilizzazioni immateriali**
- **Immobilizzazioni materiali**
- **Immobilizzazioni finanziarie**

## La classificazione temporale degli impieghi (segue) - Capitale circolante/attività correnti

Le attività correnti si caratterizzano da un punto di vista temporale per essere investimenti a **fecondità semplice**.

La loro funzione economica riguarda l'esercizio di riferimento



# La classificazione temporale degli impieghi (segue) - Capitale circolante/attività correnti

- **Scorte**

- **Crediti a breve**

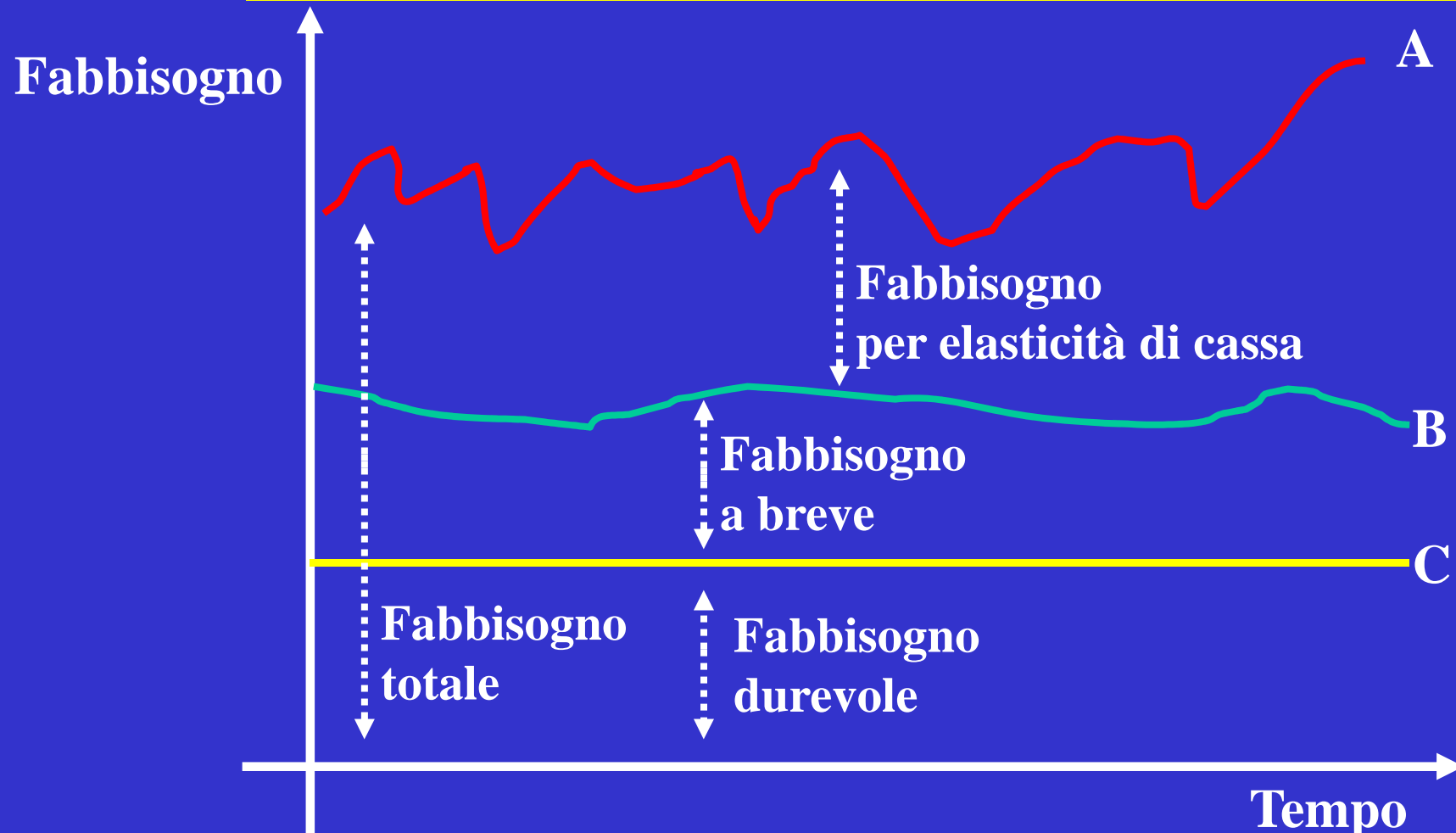
- **Titoli a breve**

→ **Attività correnti non monetarie**

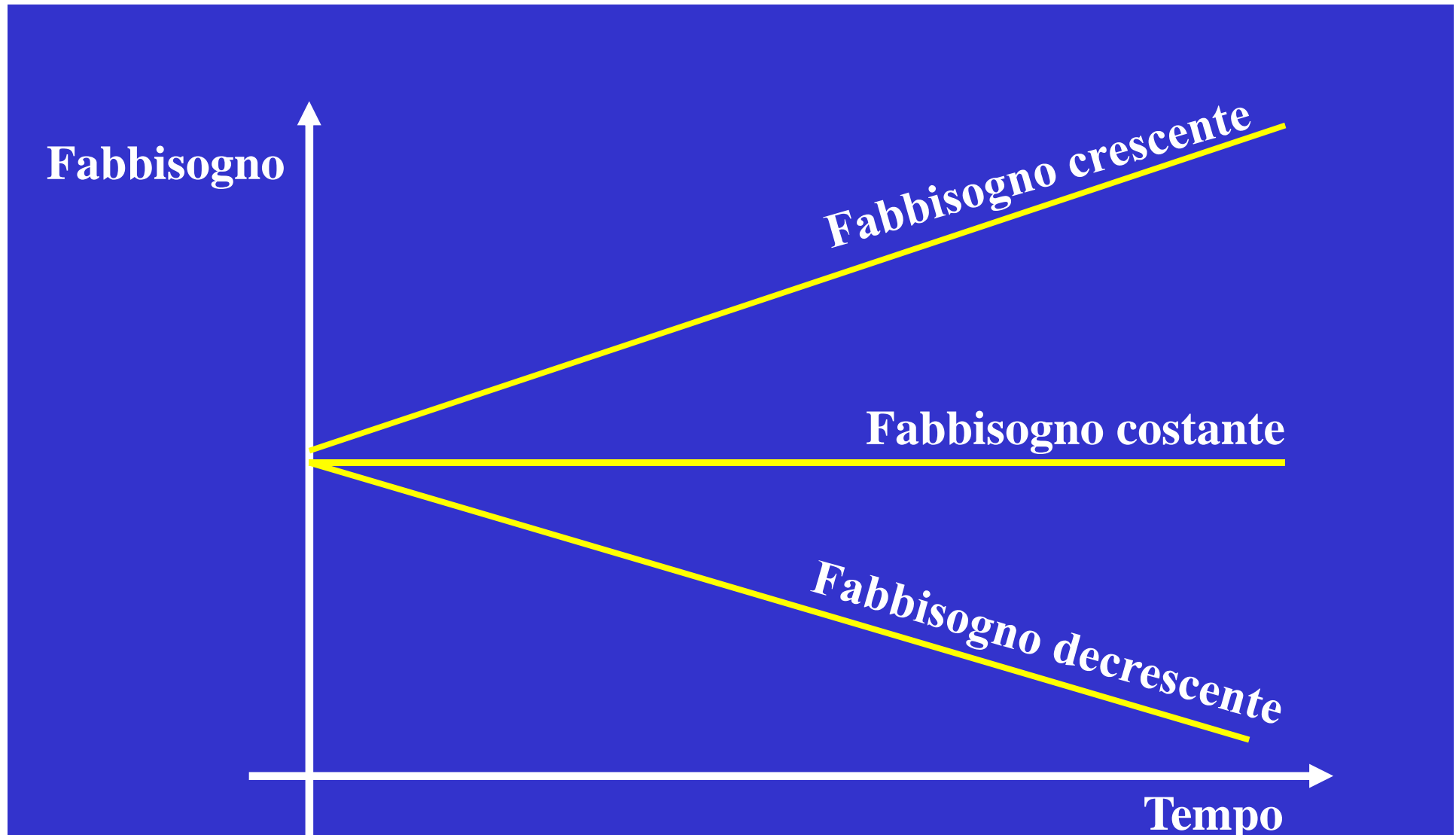
- **Disponibilità liquide**

→ **Attività correnti monetarie**

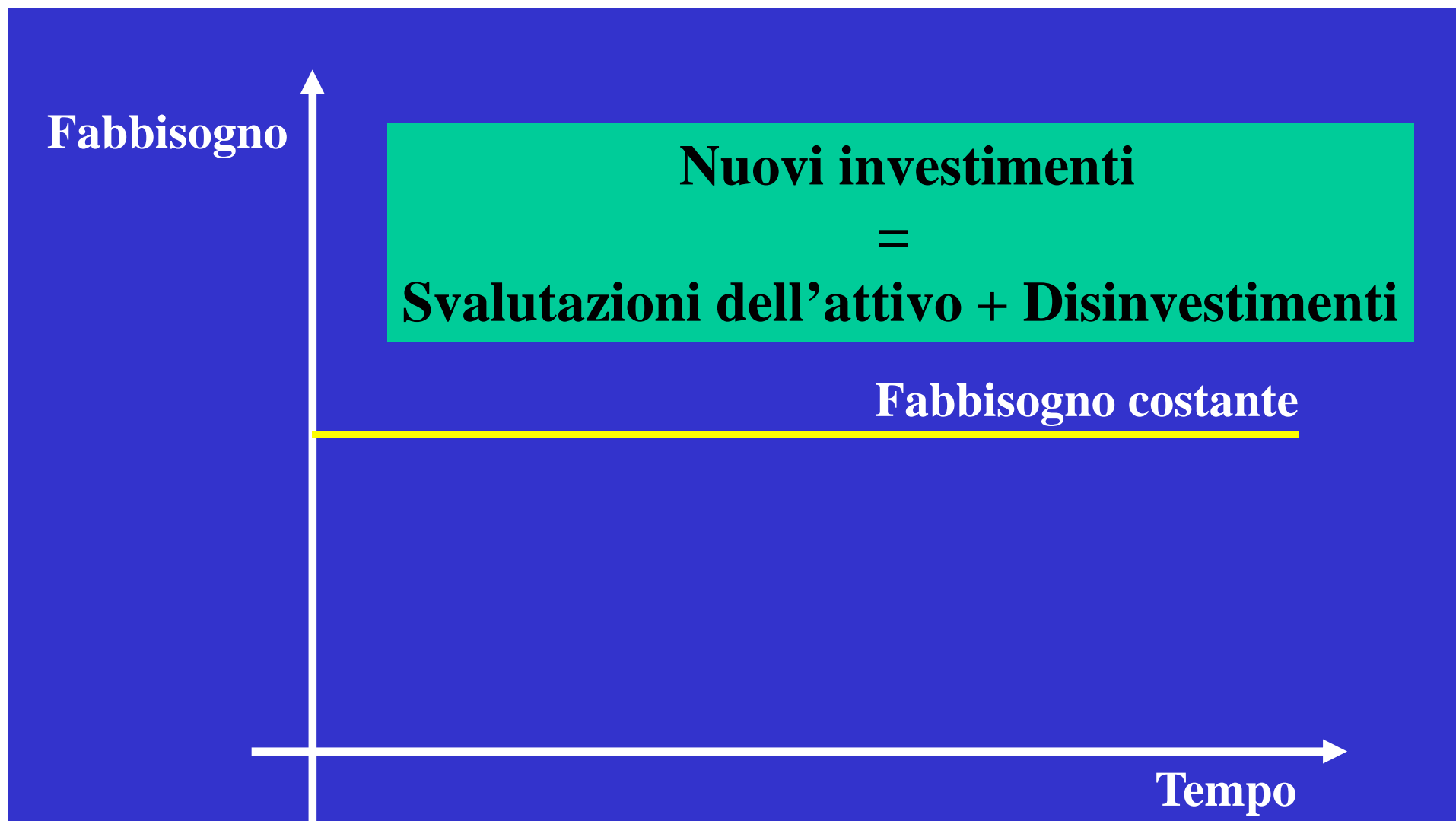
**Curva A = Dinamica del fabbisogno per elasticità di cassa**  
**Curva B = Dinamica del fabbisogno a breve**  
**Curva C = Dinamica del fabbisogno durevole**



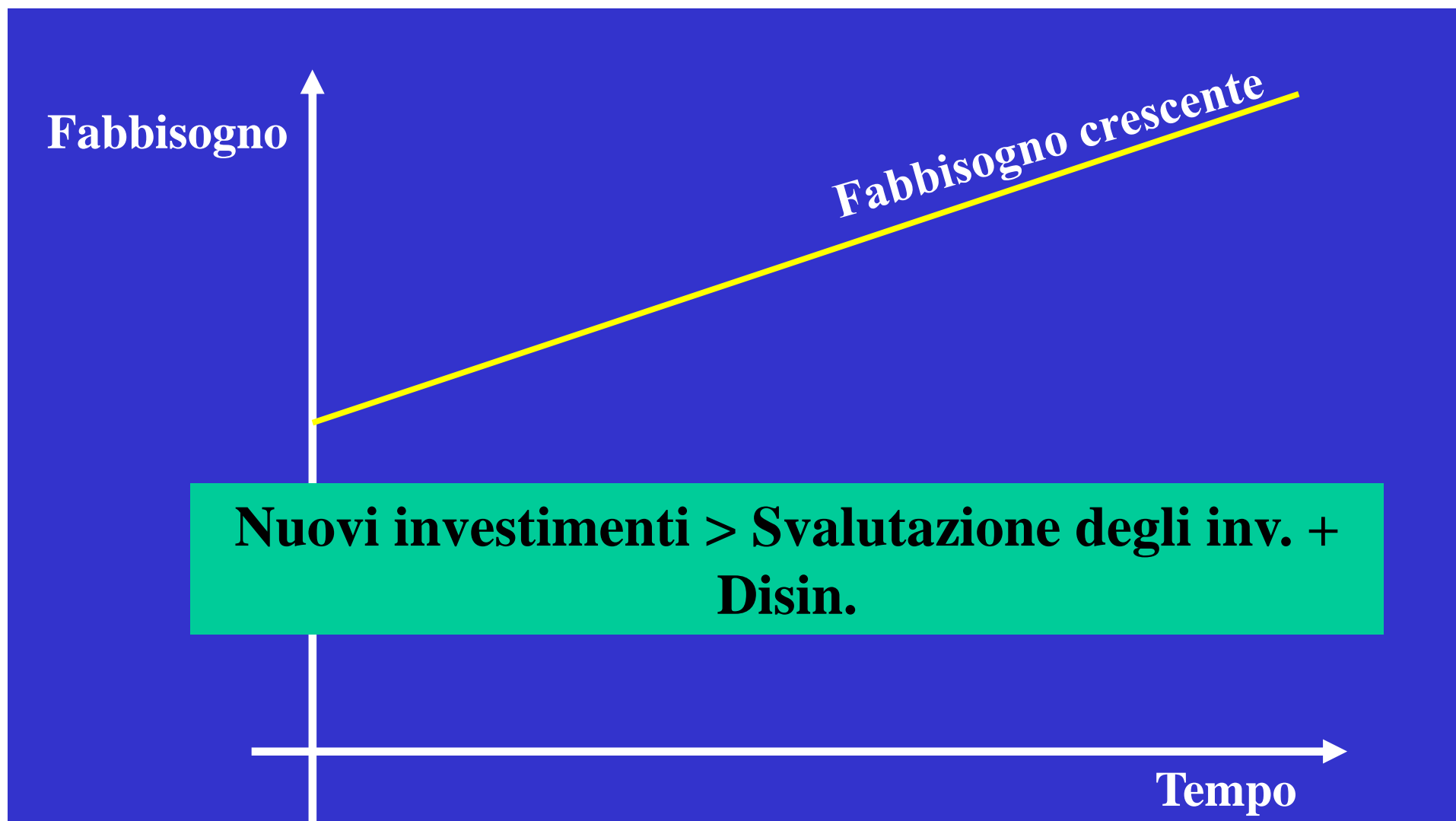
# La dinamica del fabbisogno totale



# La dinamica del fabbisogno totale (fabbisogno costante)



# La dinamica del fabbisogno totale (fabbisogno crescente)



# La dinamica del fabbisogno totale (fabbisogno decrescente)



## Provenienza delle fonti

- dal mercato finanziario a titolo di capitale di rischio;
- dal mercato finanziario a titolo di capitale di credito;

### Intermediazione diretta

- finanziamenti da intermediari finanziari

### Intermediazione indiretta

- autofinanziamento

# La classificazione funzionale delle fonti

- **Fonti collegate direttamente con la funzione di produzione**
- **Fonti non collegate direttamente con la funzione di produzione**



# La classificazione funzionale delle fonti (segue)

I movimenti delle fonti collegate direttamente con la funzione di produzione **trovano contropartita nel conto economico.**

Ad esempio:

**+ debiti commerciali = + costi di produzione**

# La classificazione funzionale delle fonti (segue)

I movimenti delle fonti non collegate direttamente con la funzione di produzione **non trovano contropartita nel conto economico.**

Ad esempio:

**+ debiti finanziari → nessuna variazione diretta del conto economico**

# La classificazione funzionale delle fonti (segue)

## **FONTI TIPICHE:**

Debiti verso fornitori, verso banche per pagamento di costi produttivi, debiti verso personale ed amministratori, debiti per imposte, fondi del passivo accesi tramite acc.ti...

# La classificazione funzionale delle fonti (segue)

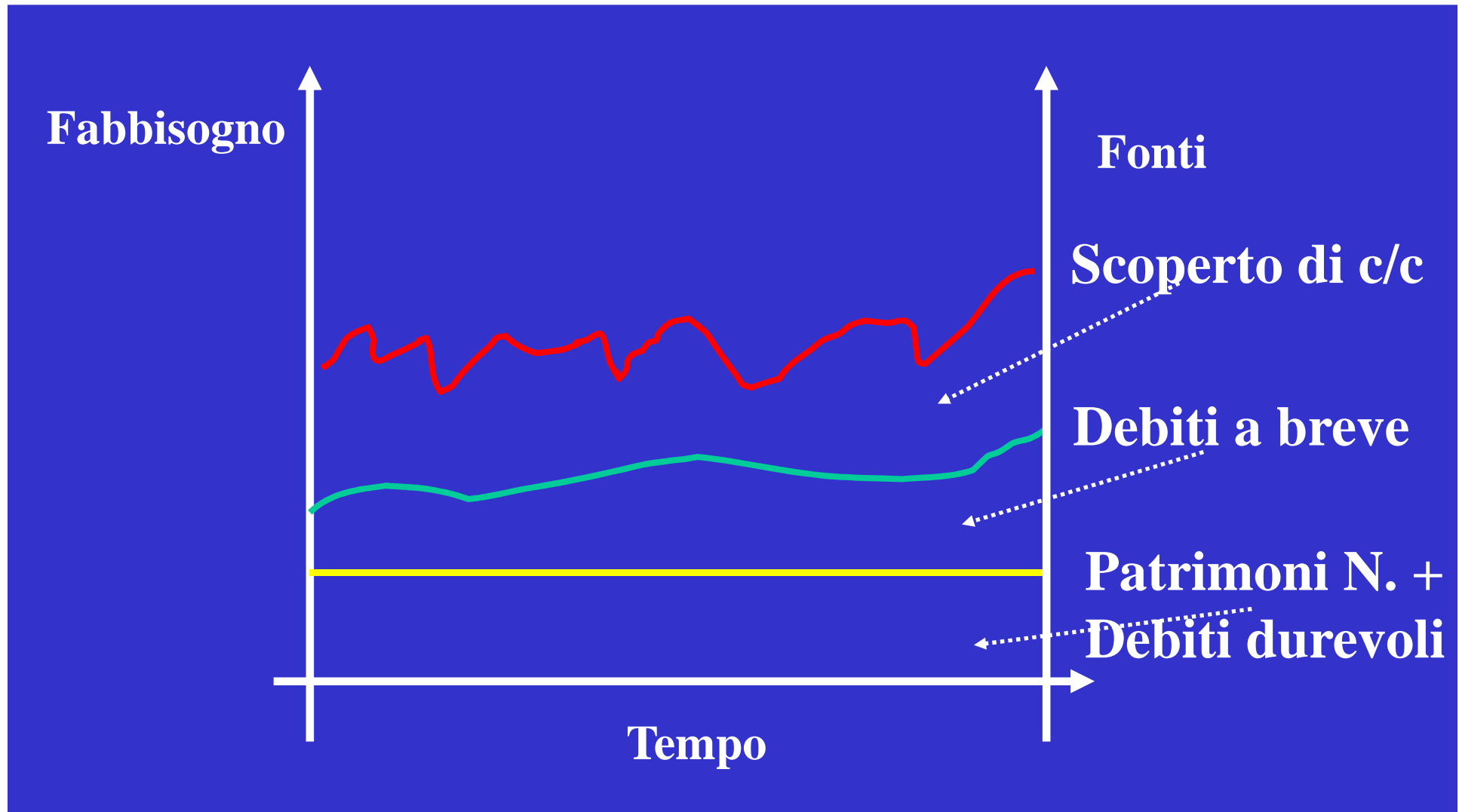
## **FONTI NON TIPICHE:**

**Patrimonio netto, fondi accesi tramite conferimento dei soci, finanziamenti dei soci, mutui e finanziamenti a ml termine, prestito obbligazionario, movimentazione scoperto di c/c per compensazioni con poste patrimoniali....**

# La classificazione finanziaria delle fonti

- **Fonti durevoli (Patrimonio netto + debiti a lungo termine)**
- **Passività correnti (debiti a breve + debiti in c/c)**

# La copertura ottimale del fabbisogno finanziario



La riclassificazione dello SP secondo la logica finanziaria  
(liquidità crescente - esigibilità crescente)

Impieghi	Fonti
<b>Immobilizzazioni nette:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>→ Imm. Immateriali</li><li>→ Imm. Materiali</li><li>→ Imm. Finanziarie</li></ul>	<b>Fonti consolidate:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>→ Patrimonio netto</li><li>→ Debiti durevoli</li></ul>
<b>Capitale circolante:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>→ Scorte</li><li>→ Cred. e Titoli a breve</li><li>→ Disponibilità liquide</li></ul>	<b>Passività correnti:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>→ Debiti a breve</li><li>→ Debiti in c/c</li></ul>

# La coerenza temporale fonti - impieghi (GEA e GEP)

$$\text{GEA} = \frac{\text{Capitale circolante}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{GEP} = \frac{\text{Passività correnti}}{\text{Totale fonti}}$$



## La coerenza temporale fonti (segue)

**GEA = GEP → Struttura finanziaria equilibrata  
(coerenza temporale fonti - impieghi)**

**GEA < GEP → Struttura finanziaria squilibrata  
(rischio di insolvenza)**

**GEA > GEP → Struttura finanziaria squilibrata  
(rischio di sacche di liquidità)**

# I margini della struttura finanziaria

- **Capitale circolante netto (CCN)**
- **Margine di tesoreria (MT)**
- **Margine di struttura (MS)**

## Il capitale circolante netto (CCN)

$$\text{CCN} = \text{AC} - \text{PC} = \text{Capitale circ.} - \text{pass. a breve}$$

dove:

**AC** = attività correnti

**PC** = passività correnti

## Il capitale circolante netto (segue)

$$\text{CCN} = (S + C_b + T_b + D_l) - (D_b + D_{c/c})$$

dove:

**S** = scorte;

**C<sub>b</sub>** = crediti a breve;

**T<sub>b</sub>** = titoli a breve;

**D<sub>l</sub>** = disponibilità liquide;

**D<sub>b</sub>** = debiti a breve;

**D<sub>c/c</sub>** = debiti in c/c

## Il capitale circolante netto (segue)

$$\text{CCN} = (\text{K} + \text{DL}) - \text{IN}$$

dove:

**K = patrimonio netto;**

**DL = debiti a lungo termine;**

**IN = Immobilizzazioni nette**

## Il capitale circolante netto (esempio)

**Immobilizzazioni**

**Nette**

**(1200)**

**Capitale circolante**

**(600)**

**Totale 1800**

**Patrimonio netto**

**(800)**

**Debiti consolidati**

**(700)**

**Debiti a breve e in c/c**

**(300)**

**Totale 1800**

$$\text{CCN} = \text{Ac} - \text{PC} = 600 - 300 = 300$$

$$\text{CCN} = (\text{K} + \text{DL}) - \text{IN} = (800 + 700) - 1200 = 300$$

**Nell'ipotesi di capitale circolante netto positivo (CCN > 0)**

- La liquidità + gli investimenti prossimi alla liquidità consentono la copertura potenziale delle passività che vanno in scadenza entro l'anno**
- Nessuna passività a breve finanzia investimenti immobilizzati**
- Gli investimenti immobilizzati trovano copertura in fonti consolidate**
- Si determinano eccedenze di liquidità**

**Nell'ipotesi di capitale circolante netto negativo (CCN < 0)**

- La liquidità + gli investimenti prossimi alla liquidità non consentono la piena copertura potenziale delle passività che vanno in scadenza entro l'anno**
- Le passività a breve finanziano investimenti immobilizzati**
- Gli investimenti immobilizzati non trovano piena copertura nelle fonti consolidate**



**Le principali cause di un  $CCN < 0$  possono essere:**

- perdite operative d'esercizio;**
- perdite d'esercizio provocate da oneri finanziari eccessivi;**
- difficoltà ad incassare i crediti;**
- eccedenze di magazzino dovute ad errori nella determinazione della domanda attesa**
- crescita eccessiva degli investimenti immobilizzati;**
- difficoltà ad ottenere finanziamenti a lungo termine;**
- svalutazione economica (minusvalenze) delle attività correnti.**

## Le possibili ristrutturazioni finanziarie nell'ipotesi di CCN < 0 sono:

- **Dismissioni delle attività immobilizzate che non si riflettono sulla funzione di produzione**
- **Allungamento delle scadenze del passivo (rinegoziazione dei debiti a breve)**
- **Ricapitalizzazione dell'impresa (aumenti di capitale e/o aumento dell'autofinanziamento)**
- **Operazioni di finanza strutturata (securitisation)**

# I margini della struttura finanziaria

- **Margine di tesoreria (MT)**
- **Margine di struttura (MS)**

## Il margine di tesoreria (MT)

$$MT = (AC - S) - PC$$

$$MT = (Cb + DI) - (Db + Dc/c)$$

$$MT = CCN - S$$

## Il margine di tesoreria (segue)

**Supposto  $CCN = 0$  oppure  $CCN < 0$  il MT è sempre negativo**

**Supposto  $CCN > 0$**

**se  $CCN = S \rightarrow MT = 0$**

**se  $CCN > S \rightarrow MT > 0$**

**se  $CCN < S \rightarrow MT < 0$**

## Il margine di struttura (MS)

$$MS = K - IN$$

$$MS = \underbrace{(K + DL) - IN}_{CCN} - DL$$

$$MS = CCN - DL$$

$$MS = CCN \rightarrow DL = 0$$

# Struttura patrimoniale “ideale”

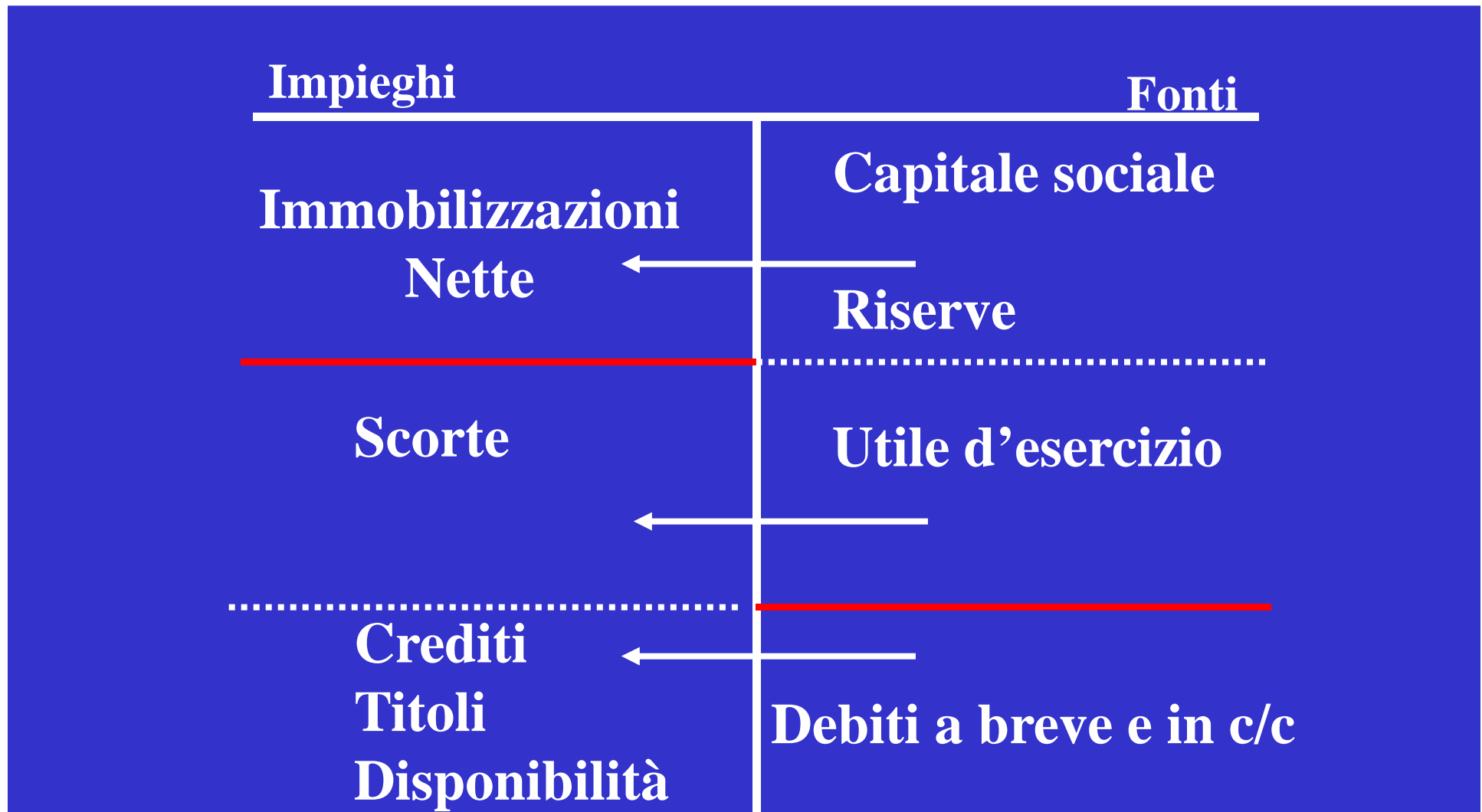
$$\text{CCN} > 0$$

$$\text{DL} = 0$$

$$\text{CCN} = \text{MS}$$

$$\text{Utile d'esercizio} = \text{Scorte}$$

# Struttura patrimoniale “ideale” (segue)





# I coefficienti patrimoniali

- **Indici di solvibilità**
- **Indici di indebitamento**
- **Indici di sviluppo**

# I coefficienti patrimoniali - Indici di solvibilità

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{\text{Capitale circolante}}{\text{Passività correnti}}$$

$$\text{Indice di liquidità} = 1 \rightarrow \text{CCN} = 0$$

$$\text{Indice di liquidità} > 1 \rightarrow \text{CCN} > 0$$

$$\text{Indice di liquidità} < 1 \rightarrow \text{CCN} < 0$$

# I coefficienti patrimoniali - Indici di solvibilità

$$\text{Indice secco di liquidità} = \frac{\text{Capitale circolante - scorte}}{\text{Passività correnti}}$$

$$\text{Indice secco di liquidità} = 1 \rightarrow \text{MT} = 0$$

$$\text{Indice secco di liquidità} > 1 \rightarrow \text{MT} > 0$$

$$\text{Indice secco di liquidità} < 1 \rightarrow \text{MT} < 0$$

# I coefficienti patrimoniali - Indici di solvibilità

$$\text{Indice di adeguatezza patrimoniale} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Immobilizzazioni nette}}$$

Indice di adeg. patr. = 1  $\rightarrow$  MS = 0

Indice di adeg. patr. > 1  $\rightarrow$  MS > 0

Indice di adeg. patr. < 1  $\rightarrow$  MS < 0

# I coefficienti patrimoniali- Indici di indebitamento

$$\text{Tasso d'indebitamento} = \frac{\text{Debiti}}{\text{Patrimonio netto}}$$

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Totale investimenti}}{\text{Patrimonio netto}}$$

# I coefficienti patrimoniali- Indici di sviluppo

$$\text{Indice di rinnovamento} = \frac{\text{Nuovi investimenti immobilizzati}}{\text{Immobilizzazioni lorde iniziali}}$$

$$\text{Tasso di ammortamento} = \frac{\text{Ammortamenti dell'es. in corso}}{\text{Immobilizzazioni lorde iniziali}}$$

$$\text{Tasso di sviluppo} = \frac{\text{Indice di rinnovamento}}{\text{Tasso di ammortamento}}$$

# I limiti dell'analisi finanziaria statica

- **L'analisi statica non tiene conto del fatto che sia gli impieghi che le fonti mutano continuamente per effetto della gestione ordinaria e straordinaria.**
- **L'analisi statica non spiega le cause che hanno prodotto movimenti della struttura finanziaria**
- **L'analisi statica offre indicazione solo potenziali circa l'equilibrio finanziario**

# L'analisi finanziaria dinamica



# Nozione di analisi finanziaria dinamica

**Con l'analisi finanziaria dinamica l'analista osserva i mutamenti, qualitativi e quantitativi, intervenuti all'interno della struttura finanziaria in un certo arco temporale.**

**L'analisi finanziaria dinamica si basa, quindi, sullo studio dei flussi di capitale e dei fatti gestionali da cui scaturiscono.**

# Interdipendenza tra analisi statica e dinamica

**Analisi finanziaria statica e dinamica non sono alternative ma interdipendenti.**

**L'ottimizzazione dei flussi di capitale è, infatti, condizionata dalle relazioni di durata che intercorrono tra fonti e impieghi.**

# L'analisi finanziaria dinamica - I livelli di analisi

L'analisi finanziaria dinamica è sempre una analisi differenziale.

A seconda del tipo di flussi patrimoniali presi in esame si distinguono diversi livelli di analisi dinamica:

- **analisi della variazioni patrimoniali grezze;**
- **analisi dei flussi finanziari (flussi di CCN);**
- **cash flow analysis (flussi monetari).**

# **L'analisi della variazioni patrimoniali grezze**

**L'analisi della variazioni grezze si basa esclusivamente sul calcolo delle variazioni dei dati patrimoniali di bilancio:**

**Valore finale di bilancio rilevato al tempo  $t_1$   
- Valore finale di bilancio rilevato al tempo  $t_0$   
= **Variazione grezza****

# **L'analisi della variazioni patrimoniali grezze (segue)**

**L'analisi della variazioni grezze consente soltanto di verificare l'andamento contabile del fabbisogno finanziario e delle singole voci di bilancio, senza evidenziare i flussi patrimoniali aventi rilevanza finanziaria.**

# I flussi patrimoniali finanziariamente rilevanti

**Si considerano come flussi (deflussi) patrimoniali finanziariamente rilevanti le variazioni del circolante e delle passività correnti**

# I flussi patrimoniali finanziariamente rilevanti

Ad esempio:

	<b>Flussi</b>	<b>Deflussi</b>
<b>Smobilizzo di investimenti</b>	<b>+ DI</b> <b>+ Cb</b>	
<b>Nuovi investimenti</b>		<b>- DI</b> <b>+ Db</b>

# Il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto ( $\Delta$ CCN)

- **Analisi endogena dei flussi di CCN**
- **Analisi esogena dei flussi di CCN**



# Il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto (Analisi endogena)

$$\Delta \text{CCN} = \text{CCN}_{t1} - \text{CCN}_{t0}$$

$$\Delta \text{CCN} = [(S_{t1} - S_{t0}) + (Cb_{t1} - Cb_{t0}) + (DI_{t1} - DI_{t0})] - [(Db_{t1} - Db_{t0}) + (Dc/c_{t1} - Dc/c_{t0})]$$

$\Delta S$

$\Delta Cb$

$\Delta DI$

$\Delta Db$

$\Delta Dc/c$

# Il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto (l'analisi esogena)

$$\text{CCN} = \text{AC} - \text{PC} = \text{K} + \text{DL} - \text{IN}$$

$$\Delta \text{CCN} = \text{CCN}_{t1} - \text{CCN}_{t0} = \Delta \text{K} + \Delta \text{DL} - \Delta \text{IN}$$

$$\Delta \text{IN} = \text{Var. grezza}$$

$$\Delta \text{K} = \text{Utile di esercizio} +/- \text{Flusso strutturale}$$

$$\Delta \text{CCN} = \Delta \text{K} + \Delta \text{DL} - \Delta \text{IN}$$

**Rivalutazioni = 0**

$$\Delta \text{CCN} = [(\cancel{\text{Un}} + \cancel{\text{Amm}}) + (\Delta \text{K} - \cancel{\text{Un}}) + \Delta \text{DL}] - [(\Delta \text{IN} + \cancel{\text{Amm}}.)]$$

# L'utile finanziariamente rilevante (Uf)

Utile (o perdita d'esercizio)

+ svalutazioni dell'attivo



**Costi che non generano deflussi finanziari**

- rivalutazioni dell'attivo



**Ricavi che non generano flussi finanziari**

+ rivalutazioni del passivo



**Costi che non generano deflussi finanziari**

= Uf

# Prospetto dinamico fonti-impieghi

Impieghi (B)	Fonti (A)
<ul style="list-style-type: none"><li>•Nuovi investimenti in capitale fisso</li><li>•Rimborsi di capitale</li><li>•Utilizzo dei fondi durevoli</li><li>•Rimborso di debiti durevoli</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•<math>U_f = U_n + A_{mm} - R_{va}</math></li><li>+ Incremento dei fondi durevoli</li><li>•Aumenti di capitale</li><li>•Incremento dei debiti durevoli</li><li>•Smobilizzo di investimenti in capitale fisso</li></ul>
<b>B) Totale deflussi di CCN</b>	<b>A) Totale flussi di CCN</b>
<b><math>\Delta CCN = A - B = \Delta AC - \Delta PC</math></b>	

# Prospetto dinamico fonti-impieghi (segue)

## Impieghi

### Deflusso strutturale

$$\Delta IN + (Amm - Rva) > 0$$

$$(Nuovi inv. - smobilizz. Investimenti) > 0$$

### Flusso autogenerato

+ Flusso strutturale

- Deflusso strutturale

$$= \Delta CCN$$

(Incremento netto di risorse finanziarie disponibili)

## Fonti

### Flusso netto autogenrato

$$Uf = Un + Amm - Rva + \Delta FL > 0$$

$$Uf = [(Ricavi incassati + ricavi pareggiati da nuovi crediti a breve + ricavi pareggiati da incrementi del magazzino) - (Costi pagati + costi pareggiati da nuovi debiti a breve + costi pareggiati da decrementi del magazzino)] > 0$$

### Flusso strutturale

$$\Delta K^* = (\Delta K - Un) > 0$$

$$(Aumenti di capitale - rimborsi di cap.) > 0$$

$$\Delta DL > 0$$

$$(Incremento debiti . L. - rimb. debiti L.) > 0$$

# Prospetto dinamico fonti-impieghi (segue)

Impieghi	Fonti
<b>Deflusso strutturale</b>	<b>Flusso netto autogenrato</b>
	<b>Flusso strutturale</b>
	<b>Flusso autogenerato + Flusso strutturale - Deflusso strutturale = - <math>\Delta</math>CCN (Assorbimento netto di risorse finanziarie disponibili)</b>

$$\Delta \text{CCN} > 0$$

- Nel caso di  $\Delta \text{CCN} > 0$  l'impresa ha generato flussi finanziari netti
- Se il flusso di CCN è funzione di  $U_f$  l'impresa ha operato nel periodo considerato in condizioni di equilibrio finanziario dinamico
- Se il flusso di CCN è funzione di movimenti patrimoniali strutturali l'impresa ha commesso errori nella programmazione delle fonti di finanziamento e/o attraversa una fase di declino che porta allo smobilizzo di quote del capitale fisso; smobilizzo non compensato da nuovi investimenti.



$\Delta\text{CCN} > 0$  (segue)

Prima ipotesi ( $\Delta\text{CCN} = U_f$ )

- L'impresa nel periodo considerato ha generato  $U_f > 0$
- L'impresa ha realizzato nuovi investimenti in capitale fisso compensati dall'incremento di debiti consolidati.

## $\Delta CCN > 0$ (prima ipotesi)

Nuovi investimenti immobilizzati	<u>300</u>
Smobilizzi di investimenti immobilizzati	<u>0</u>
Nuovi debiti durevoli	<u>300</u>
Rimborso debiti durevoli	<u>0</u>
<b>Flusso strutturale netto</b>	<u><b>0</b></u>
<b>Uf</b>	<u><b>600</b></u>
<b><math>\Delta CCN</math></b>	<u><b>600</b></u>
$\Delta c/c$ Attivo(o $\Delta AC$ non monetarie)	<u>600</u>
oppure $\Delta PC$	<u>- 600</u>

$\Delta\text{CCN} > 0$  (segue)

Seconda ipotesi ( $\Delta\text{CCN} > U_f$ )

- L'impresa nel periodo considerato ha generato  $U_f > 0$
- L'impresa ha realizzato nuovi investimenti in capitale fisso minori rispetto all'incremento di debiti consolidati.

$\Delta\text{CCN} > 0$  (segue seconda ipotesi  $\Delta\text{CCN} > U_f$ )

Nuovi investimenti immobilizzati	<u>200</u>
Smobilizzi di investimenti immobilizzati	<u>0</u>
Nuovi debiti durevoli	<u>300</u>
Rimborso debiti durevoli	<u>0</u>
<b>Flusso strutturale netto</b>	<b><u>100</u></b>
<b>U<sub>f</sub></b>	<b><u>500</u></b>
<b><math>\Delta\text{CCN}</math></b>	<b><u>600</u></b>
$\Delta\text{c/c Attivo}$ (o $\Delta\text{AC}$ non monetarie)	<u>600</u>
oppure $\Delta\text{PC}$	<u>- 600</u>

$\Delta\text{CCN} > 0$  (segue)

Terza ipotesi ( $\Delta\text{CCN} > U_f$ )

- L'impresa nel periodo considerato ha generato  $U_f < 0$
- L'impresa non ha realizzato nuovi investimenti in capitale fisso
- L'impresa ha realizzato smobilizzi di investimenti in capitale fisso

## $\Delta\text{CCN} > 0$ (segue terza ipotesi)

Nuovi investimenti immobilizzati	<u>0</u>
Smobilizzi di investimenti immobilizzati	<u>1000</u>
Nuovi debiti durevoli	<u>0</u>
Rimborso debiti durevoli	<u>200</u>
<b>Flusso strutturale netto</b>	<b><u>800</u></b>
<b>Uf</b>	<b><u>-200</u></b>
<b><math>\Delta\text{CCN}</math></b>	<b><u>600</u></b>
$\Delta\text{c/c Attivo}$ (o $\Delta\text{AC}$ non monetarie)	<u>600</u>
oppure $\Delta\text{PC}$	<u>- 600</u>

$$\Delta \text{CCN} < 0$$

- **Nel caso di  $\Delta \text{CCN} < 0$  l'impresa ha generato deflussi finanziari netti**
- **Se il deflusso di CCN è funzione di  $U_f < 0$  l'impresa non ha operato nel periodo considerato in condizioni di equilibrio finanziario dinamico**
- **Le principali cause di un deflusso di CCN dovuto a movimenti patrimoniali strutturali sono:**
  - **l'impresa ha realizzato investimenti durevoli maggiori rispetto alla crescita delle fonti durevoli;**
  - **l'impresa ha rimborsato debiti durevoli mediante riduzioni di capitale circolante o incrementi delle passività correnti.**

$$\Delta \text{CCN} < 0 \text{ (segue)}$$

Prima ipotesi ( $-\Delta \text{CCN} = -U_f$ )

- L'impresa nel periodo considerato ha generato  $U_f < 0$
- L'impresa ha realizzato nuovi investimenti in capitale fisso compensati dall'incremento di debiti consolidati.



## $\Delta\text{CCN} < 0$ (segue prima ipotesi)

Nuovi investimenti immobilizzati	<u>300</u>	
Smobilizzi di investimenti immobilizzati	<u>0</u>	
Nuovi debiti durevoli	<u>300</u>	
Rimborso debiti durevoli	<u>0</u>	
<b>Flusso strutturale netto</b>	<u><b>0</b></u>	
<b>Uf</b>	<u><b>-600</b></u>	
<b><math>\Delta\text{CCN}</math></b>	<u><b>-600</b></u>	
$\Delta\text{c/c Attivo}$ (o $\Delta\text{AC non monetarie}$ ) oppure $\Delta\text{PC}$	<u>-600</u>	<u>600</u>

$$\Delta\text{CCN} < 0 \text{ (segue)}$$

Seconda ipotesi ( $-\Delta\text{CCN} < U_f$ )

- L'impresa nel periodo considerato ha generato  $U_f > 0$
- L'impresa ha realizzato nuovi investimenti in capitale fisso in misura superiore all'incremento dei debiti consolidati.

## $\Delta\text{CCN} < 0$ (segue seconda ipotesi)

Nuovi investimenti immobilizzati	<u>1.300</u>	
Smobilizzi di investimenti immobilizzati	<u>0</u>	
Nuovi debiti durevoli	<u>500</u>	
Rimborso debiti durevoli	<u>200</u>	
<b>Flusso strutturale netto</b>	<b><u>- 1000</u></b>	
<b>Uf</b>	<b><u>400</u></b>	
<b><math>\Delta\text{CCN}</math></b>	<b><u>- 600</u></b>	
$\Delta\text{c/c Attivo}$ (o $\Delta\text{AC}$ non monetarie) oppure $\Delta\text{PC}$	<u>- 600</u>	<u>600</u>

$$\Delta\text{CCN} < 0 \text{ (segue)}$$

Terza ipotesi ( $-\Delta\text{CCN} < U_f$ )

- L'impresa nel periodo considerato ha generato  $U_f > 0$
- L'impresa ha realizzato nuovi investimenti in capitale fisso
- L'impresa non ha acceso nuovi debiti durevoli
- L'impresa ha rimborsato debiti durevoli

## $\Delta\text{CCN} < 0$ (segue)

Nuovi investimenti immobilizzati	<u>300</u>	
Smobilizzi di investimenti immobilizzati	<u>0</u>	
Nuovi debiti durevoli	<u>0</u>	
Rimborso debiti durevoli	<u>600</u>	
<b>Flusso strutturale netto</b>	<b><u>- 900</u></b>	
<b>Uf</b>	<b><u>300</u></b>	
<b><math>\Delta\text{CCN}</math></b>	<b><u>- 600</u></b>	
$\Delta\text{c/c Attivo}$ (o $\Delta\text{AC non monetarie}$ ) oppure $\Delta\text{PC}$	<u>-600</u>	<u>600</u>

# Il rendiconto dei flussi monetari (cash flow)

La dinamica monetaria d'impresa si conclude con un flusso monetario netto (cash flow).

Il cash flow (Cf) esprime un saldo monetario di periodo:

$$Cf = DI_{t1} - DI_{t0}$$



**Flusso di capitale liquido immediatamente spendibile all'interno dell'impresa o immediatamente destinabile alla copertura delle passività in scadenza**

# Il rendiconto dei flussi monetari (segue)

La formazione di cash flow positivi consente:

- **la ricostituzione dei beni sacrificati per l'espletamento della funzione di produzione**

→ ricostituzione degli input produttivi (a fecondità semplice e ripetuta) consumati

→ ricostituzione dei crediti commerciali incassati

- **la remunerazione degli stakeholders finanziari**

→ remunerazione dei creditori (pagamento degli oneri finanziari + rimborso quote capitale)

→ remunerazione dello Stato (pagamento delle imposte)

→ remunerazione degli azionisti (pagamento dei dividendi + rimborsi azioni)

## Il rendiconto dei flussi monetari (segue)

**Disavanzi monetari dovuti alla gestione tipica determinano:**

- **un ridimensionamento della funzione di produzione**
- **una minore tutela dei diritti degli Stakeholders finanziari**



# Il rendiconto dei flussi monetari (segue)

Le determinanti positive del cash flow sono:

- **ricavi incassati;**
- **flussi monetari strutturali.**

Le determinanti negative del cash flow sono:

- **costi pagati;**
- **deflussi monetari strutturali.**

# Il rendiconto dei flussi monetari (segue)

**Ricavi incassati**  
**- Costi pagati**

**Componente economica del cash flow che dipende principalmente da flussi monetari conseguenti ad operazioni tipiche**

**+ Flussi monetari strutturali**  
**- Deflussi monetari strutturali**

**Componente strutturale del cash flow che dipende da flussi monetari conseguenti ad operazioni atipiche**

**=  $DI_{t1} - DI_{t0}$**

# Le diverse tipologie di cash flow

- Cash flow operativo contabile
- Cash flow operativo contabile ed extracontabile
- Cash flow extragestione
- Cash flow totale contabile
- Cash flow totale contabile ed extracontabile

- Free cash flow

## Analisi monetaria dinamica utilizzata principalmente per:

→ misurare la capacità dell'impresa di rispettare al tempo giusto gli impegni finanziari assunti

→ misurare la capacità dell'impresa di minimizzare gli stock di liquidità mediante una programmazione degli incassi e dei pagamenti

## Analisi monetaria dinamica utilizzata principalmente per:

→ misurare la capacità dell'impresa di remunerare gli stakeholders finanziari (analisi del valore)

# Il cash flow operativo contabile (Cfo)

**Il cash flow operativo contabile (Cfo) misura il flusso monetario netto di bilancio conseguente alla gestione ordinaria:**

**Incassi derivanti da operazioni tipiche**

**- Pagamenti derivanti da operazioni tipiche**

**= Cfo**

## Il cash flow operativo contabile (segue)

**Tuttavia, nell'ambito di una analisi temporale dinamica si considerano come flussi o deflussi operativi i saldi monetari derivanti da tutti i movimenti delle poste patrimoniali elastiche.**

## Il cash flow operativo contabile (segue)

$$Cfo = Uf - \underbrace{\Delta CCN_{op}}_{\text{Flusso non monetario di CCN}}$$

Flusso non monetario di CCN

$$\Delta CCN_{op} = (\Delta S + \Delta Cb + \Delta Tb) - (\Delta Db + \Delta Dc/c) = \Delta CCN-Cf$$

$$Cfo = Uf - \underbrace{[(\Delta S + \Delta Cb + \Delta Tb) - (\Delta Db + \Delta Dc/c)]}_{\Delta CCN_{op}}$$

# Il cash flow extragestione

**Il cash flow extragestione esprime l'andamento monetario conseguente ad operazioni non tipiche.**

**Il suo valore è, quindi, funzione delle passività durevoli, considerate al netto dell'utile d'esercizio, ed indiretta del capitale fisso, considerato al lordo degli ammortamenti.**

## Il cash flow extragestione (segue)

$$\mathbf{Cfe = \Delta K^* + \Delta DL - (\Delta IN + Amm - Rva)}$$

dove:

$$\Delta K^* = \Delta K - Un$$

$$\Delta CCN = Uf + \Delta K^* + \Delta DL - (\Delta IN + Amm - Rva)$$

$$\mathbf{Cfe = \Delta CCN - Uf}$$

$$\Delta CCN = Cfe + Uf$$



## Il cash flow totale contabile (Cf)

$$\mathbf{Cf = Cfo + Cfe = Dl_{t1} - Dl_{t0}}$$

$$\mathbf{Cf = Uf - \Delta CCN_{op} + \Delta K^* + \Delta DL - (\Delta IN + Amm - Rva)}$$

$$\mathbf{Un + \Delta K^* = \Delta K}$$

$$\mathbf{Cf = \underbrace{\Delta K + \Delta DL - \Delta IN - \Delta CCN_{op}}_{\Delta CCN} = \Delta CCN - \Delta CCN_{op}}$$

## Esempio

	$t_0$	$t_1$	$\Delta$
<b>Immobilizzazioni Nette</b>	<b>3.650</b>	<b>3.240</b>	<b>- 410</b>
<b>Magazzino</b>	<b>650</b>	<b>600</b>	<b>- 50</b>
<b>Crediti a breve</b>	<b>732</b>	<b>920</b>	<b>188</b>
<b>Disponibilità liquide</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>10</b>
<b>Totale</b>	<b><u>5.042</u></b>	<b><u>4.780</u></b>	<b><u>- 262</u></b>

# Esempio

	$t_0$	$t_1$	$\Delta$
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.300</b>	<b>3.000</b>	<b>700</b>
<b>Debiti durevoli</b>	<b>1.000</b>	<b>1.200</b>	<b>200</b>
<b>Passività correnti</b>	<b>1.742</b>	<b>580</b>	<b>- 1.162</b>
<b>Totale</b>	<b><u>5.042</u></b>	<b><u>4.780</u></b>	<b>- 262</b>

**Un = 50**

**Ammortamenti = 300**

**Uf = 350**

# Esempio

$$U_f = 350$$

$$\Delta CCN_{op} = [\Delta S (-50) + \Delta C_b(188)] - [\Delta PC(-1.162)] = 138 + 1.162 = 1.300$$

$$C_{fo} = [U_f(350)] - [\Delta CCN_{op}(1.300)] = - 950$$

## Esempio

$$\Delta K^* = [\Delta K(700) - Un(50)] = 650$$

$$\Delta DL = 200$$

$$\Delta IN + Amm. = [\Delta IN(-410) + Amm(300)] = - 110$$

$$Cfe = [\Delta K^* (650)] + [\Delta DL(200)] - [(-110)] = 850 + 110 = 960$$

## Esempio

$$C_{fo} = - 950$$

$$C_{fe} = 960$$

$$C_f = - 950 + 960 = 10$$

$$DI_{t1} - DI_{t0} = 20 - 10 = 10$$

# Il cash flow operativo contabile ed extracontabile

**Il cash flow operativo contabile ed extracontabile tiene conto delle variazioni della liquidità extracontabile che si formano per effetto di affidamenti bancari utilizzabili in c/c.**

# Il cash flow operativo contabile ed extracontabile (Cfo\*)

$$\mathbf{Cfo^* = Uf - \Delta CCN_{op} + \Delta F}$$

**dove:**

**$\Delta F$  = conti affidati**



# Il cash flow operativo contabile ed extracontabile (Cfo\*)

$$\Delta F = \text{Versamenti} - \text{prelevamenti} + \text{nuovi fidi}$$

$$\text{Versamenti} = - \text{c/c passivo}$$

$$\text{Prelevamenti} = + \text{c/c passivo}$$

## Il cash flow operativo contabile ed extracontabile (segue)

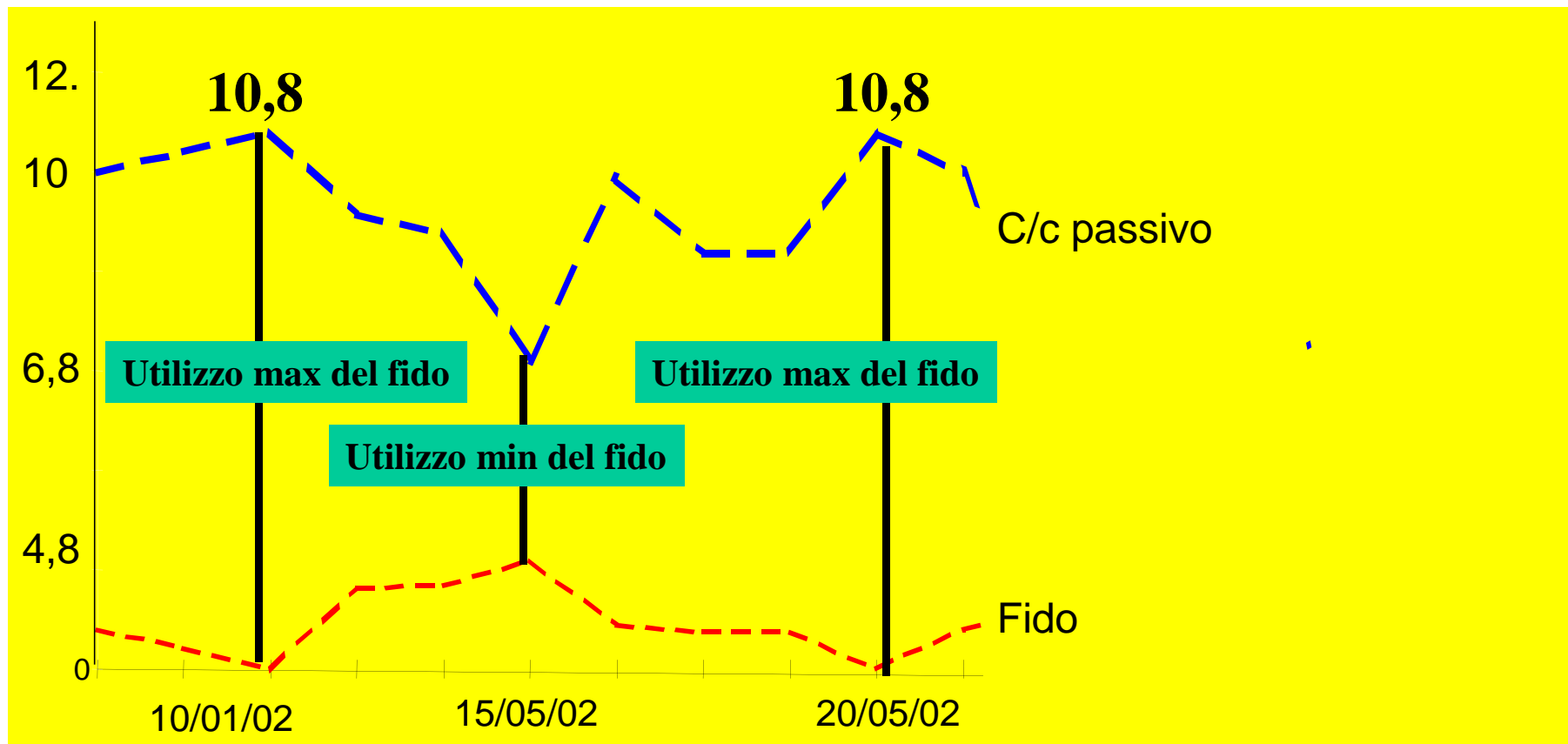
Le variazioni dei debiti in c/c sono compensate da  
variazioni inverse dei conti affidati:

$+ \Delta F \rightarrow - \Delta D_{c/c} \rightarrow (\text{Versamenti} - \text{Prelevamenti}) > 0$

$- \Delta F \rightarrow + \Delta D_{c/c} \rightarrow (\text{Versamenti} - \text{Prelevamenti}) < 0$

# Esempio di andamento delle DI extracontabile

Fido concesso = 10.800.000



# Il cash flow operativo contabile ed extracontabile (segue)

Le variazioni dei debiti in c/c e quelle inverse dei conti affidati sono compensate:

- dall'andamento della liquidità di bilancio;
- dall'andamento dell'attivo non monetario;
- dall'andamento delle altre passività.

## Compensazione tra l'andamento della liquidità contabile e l'andamento della liquidità extracontabile

$$-\Delta F \rightarrow + \Delta Dc/c = + \Delta DI$$

$$+ \Delta F \rightarrow - \Delta Dc/c = - \Delta DI$$

## Compensazione tra l'andamento della liquidità extracontabile e l'andamento dell'attivo non monetario

- $\Delta F \rightarrow + \Delta Dc/c \rightarrow + (\Delta \text{Impieghi non monetari}) \rightarrow \Delta DI = 0$
- +  $\Delta F \rightarrow - \Delta Dc/c \rightarrow - (\Delta \text{Impieghi non monetari}) \rightarrow \Delta DI = 0$

# Compensazione tra l'andamento della liquidità extracontabile e l'andamento dell'attivo non monetario

Ad esempio: l'impresa effettua, utilizzando il fido, un bonifico pari a 1000 per l'acquisto di merci

<b>Incremento dell'attivo non monetario (+ merci)</b>	<u>1000</u>
<b>Variazione delle disponibilità liquide di bilancio</b>	<u>0</u>
<b>Variazione del conto affidato</b>	<u>-1000</u>
<b>Variazione dei debiti in c/c</b>	<u>1000</u>

# Compensazione tra l'andamento della liquidità extracontabile e l'andamento dell'attivo non monetario (segue)

Ad esempio: l'impresa incassa un bonifico pari a 1000 per la vendita di merci

<b>Variazione dell'attivo non monetario (- merci)</b>	<b><u>-1000</u></b>
<b>Variazione delle disponibilità liquide di bilancio</b>	<b><u>0</u></b>
<b>Variazione del conto affidato</b>	<b><u>+1000</u></b>
<b>Variazione dei debiti in c/c</b>	<b><u>- 1000</u></b>



## Compensazione tra l'andamento della liquidità extracontabile e l'andamento delle altre passività

$$- \Delta F \rightarrow + \Delta D_{c/c} \rightarrow - (\Delta \text{Altre passività}) \rightarrow \Delta DI = 0$$

$$+ \Delta F \rightarrow - \Delta D_{c/c} \rightarrow + (\Delta \text{Altre passività}) \rightarrow \Delta DI = 0$$

# Compensazione tra l'andamento della liquidità extracontabile e l'andamento delle altre passività

Ad esempio: l'impresa utilizza il conto affidato per rimborsare debiti di fornitura pari a 1000

<b>Variazione dei debiti di fornitura</b>	<b><u>-1000</u></b>
<b>Variazione delle disponibilità liquide di bilancio</b>	<b><u>0</u></b>
<b>Variazione del conto affidato</b>	<b><u>-1000</u></b>
<b>Variazione dei debiti in c/c</b>	<b><u>1000</u></b>

# Il cash flow totale contabile ed extracontabile (Cf \*)

$$Cf^* = Cfo^* + Cfe = DI_{t1} - DI_{t0} + \Delta F$$

# Le condizioni di equilibrio monetario

- **Cash flow operativo positivo ( $Cfo > 0$ )**
- **Cash flow extragestione tendente a 0 ( $Cfe \approx 0$ )**
- **Cash flow totale positivo  $\approx$  Cash flow operativo positivo**

# Il free cash flow

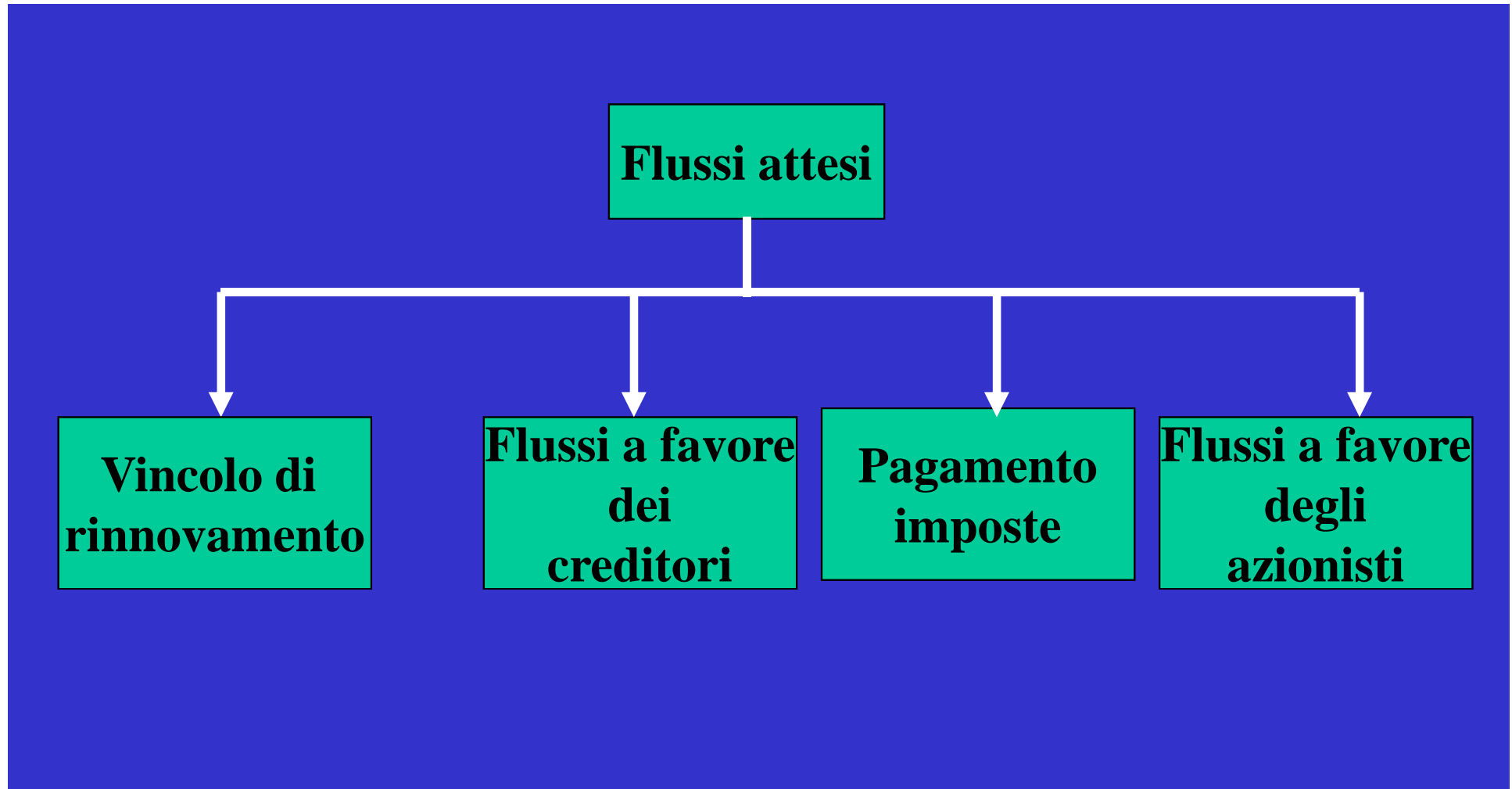
## Il free cash flow

Nella finanza moderna viene posta l'enfasi tra il valore dell'impresa e il rendimento offerto dalla stessa agli stakeholders finanziari.

I flussi monetari rilevante sono i cash flow disponibili per coloro che finanziano l'impresa.

Il free cash flow rappresenta l'area del cash flow autogenerato "liberamente" utilizzabile dall'impresa una volta ricostituiti i capitali consumati per effetto della produzione.

## Il free cash flow (segue)



## Il free cash flow (segue)

**Free Cash Flow = Cash Flow autogenerato<sub>(prima delle imposte)</sub> - RIN**

dove:

**Free Cash Flow = flusso di cassa libero calcolato dopo gli interessi e prima delle imposte;**

**RIN = vincolo di rinnovamento.**



# Il free cash flow (segue)

## Calcolo del Cash Flow autogenerato (metodo diretto)

Ricavi vendite incassati

+ Dividendi incassati

+ Interessi incassati

+ Ricavi accessori incassa (fitti)

+ Ricavi straordinari incassati

- Costi degli input pagati

- Assicurazioni sociali pagate

- Imposte e tasse pagate

= **Cash Flow autogenerato**

+ Imposte e tasse pagate

= **Cash Flow autogenerato** (prima delle imposte)

## Il free cash flow (segue)

### Calcolo del Cash Flow autogenerato (metodo indiretto)

$$\text{Cash Flow aut.} = (\underbrace{\text{UL} + \text{AMM} + \Delta\text{FONDI} - \text{RIV}}_{\text{Uf} = \Delta\text{CCN aut.}}) - (\underbrace{\Delta\text{S} + \Delta\text{C}_{(\text{FUNZ.})} - \Delta\text{D}_{(\text{FUNZ.})}}_{\Delta\text{CCN aut. op.}}) - \text{Imp.}$$

# Il free cash flow (segue)

## Calcolo vincolo di rinnovamento (RIN)

$$\text{RIN} = (\text{AMM} + \Delta\text{FONDI} - \text{RIV}) - (\Delta\text{S} + \Delta\text{C}_{(\text{FUNZ.})} - \Delta\text{D}_{(\text{FUNZ.})})$$

## Calcolo del free cash flow dopo gli interessi e prima delle imposte

**Cash Flow aut.**

**- RIN**

**= Free cash flow = UL**

## Il free cash flow (segue)

$$(\cancel{UL} + \cancel{\Delta AMM} + \cancel{\Delta FONDI} - \cancel{RIV})$$

$$- (\cancel{\Delta S} + \cancel{\Delta C}_{(FUNZ.)} - \cancel{\Delta D}_{(FUNZ.)})$$

= **Cash Flow aut. (prima delle imposte)**

$$- (\cancel{\Delta AMM} + \cancel{\Delta FONDI} - \cancel{RIV})$$

$$- (\cancel{\Delta S} + \cancel{\Delta C}_{(FUNZ.)} - \cancel{\Delta D}_{(FUNZ.)})$$

= **Free cash flow = UL**

Free cash flow calcolato  
in condizioni di stazionarietà

## Il free cash flow (segue)

Calcolo del vincolo di rinnovamento in condizioni di non stazionarietà ( $RIN_{ns}$ )

$$RIN_{ns} = [(AMM + \Delta FOND I - RIV) - (\Delta S + \Delta C_{(FUNZ.)} - \Delta D_{(FUNZ.)})](1+g)$$

dove:

$g$  = tasso di crescita o di decrescita della funzione di produzione

$$Free\ cash\ flow_{ns} = [Uf - (\Delta S + \Delta C_{(FUNZ.)} - \Delta D_{(FUNZ.)})] - RIN_{ns} \neq UL$$

$$g > 0 \rightarrow Free\ cash\ flow_{ns} < UL$$

$$g < 0 \rightarrow Free\ cash\ flow_{ns} > UL$$

## Il free cash flow (segue)

$$g = 0 \rightarrow \text{Free cash flow}_s = UL$$



$$\text{Dividendi} = \text{Free cash flow}_s (1 - \text{aliquota fiscale})$$

$$g > 0 \rightarrow \text{Free cash flow}_{ns} < UL$$



$$\text{Dividendi} = \text{Free cash flow}_s (1 - g)(1 - \text{aliquota fiscale})$$

$$g < 0 \rightarrow \text{Free cash flow}_{ns} > UL$$



$$\text{Dividendi} = \text{Free cash flow}_s (1 + g)(1 - \text{aliquota fiscale})$$

# Esempio

Flussi economici	
Ricavi vendite incassati	6.716.215,80
+ Interessi attivi incassati	95.815,86
+ Dividendi incassati	51.225,59
+ Ricavi non incassati = $\Delta$ Crediti di funzionamento	2.595.690,12
+ Ricavi non incassati = $\Delta$ Rimanenze	2.238.738,60
- Costi pagati	2.717.058,88
- Interessi passivi pagati	1.386.739,14
- Costi non pagati = $\Delta$ Debiti di funzionamento	1.595.690,12
+ Rivalutazioni delle immobilizzazioni	179.452,98
- Ammortamenti	3.749.981,46
- Imposte pagate	873.960,97
<b>= Risultato d'esercizio</b>	<b>1.553.708,39</b>
Utile lordo = Risultato d'esercizio + Imposte	2.427.669,35

# Esempio

<b>Flusso autogenerato di capitale liquido</b>	
Ricavi vendite incassati	6.716.215,80
+ Interessi attivi incassati	95.815,86
+ Dividendi incassati	51.225,59
- Costi pagati (escluso il pagamento delle imposte)	2.717.058,88
- Interessi passivi pagati	1.386.739,14
<b>= <math>\Delta L_{RE}</math> (al lordo delle imposte)</b>	<b>2.759.459,24</b>
<b>RIN e FCF (ipotesi di stazionarietà con <math>g = 0</math>)</b>	
Ammortamenti	3.749.981,46
- Rivalutazioni delle immobilizzazioni	179.452,98
- Ricavi non incassati ( $\Delta R$ rimanenze)	2.238.738,60
- Ricavi non incassati ( $\Delta C$ crediti di funzionamento)	2.595.690,12
+ Costi non pagati ( $\Delta D$ debiti di funzionamento)	1.595.690,12
<b>= <math>RIN_S</math></b>	<b>331.789,88</b>
<b><math>FCF_S = (\Delta L_{RE} - RIN_S) =</math> Utile lordo</b>	<b>2.427.669,35</b>
$\tau$ (aliquota fiscale)	36,00%
Distribuzione dei dividendi $(S) = FCF_S (1 - \tau)$	1.553.708,39
Capitale risparmiato = $U' -$ Distribuzione dei dividendi	-



# Esempio

<b>RIN e FCF (ipotesi di sviluppo con <math>g = 18,50\%</math>)</b>	
<b><math>RIN_{SV} = RIN_S (1+g)</math></b>	<b>393.171,01</b>
<b><math>FCF_{SV} = (\Delta L_{RE} - RIN_{SV})</math></b>	<b>2.366.288,22</b>
Distribuzione dei dividendi $_{(SV)} = FCF_{SV} - FCF_S \tau$	1.492.327,26
Capitale risparmiato = $U' -$ Distribuzione dei dividendi	61.381,13
<b><math>FCF_{SV} = \Delta L_{RE} - RIN_S -</math> Capitale risparmiato</b>	<b>2.366.288,22</b>
<b>RIN e FCF (Ipotesi di regresso con <math>g = - 18,50\%</math>)</b>	
<b><math>RIN_R = RIN_S (1+g)</math></b>	<b>270.408,76</b>
<b><math>FCF_R = (\Delta L_{RE} - RIN_R)</math></b>	<b>2.489.050,48</b>
Distribuzione dei dividendi $_{(R)} = FCF_R - FCF_S \tau$	1.615.089,51
Capitale risparmiato = $U' -$ Distribuzione dei dividendi	- 61.381,13
<b><math>FCF_R = \Delta L_{RE} - RIN_S -</math> Capitale risparmiato</b>	<b>2.489.050,48</b>

# Il free cash flow operating

$$\text{Free cash flow}^{op} = [Uf - (\Delta S - \Delta C_{(FUNZ.)} + \Delta D_{(FUNZ.)})] - RIN_{ns} + Ip$$

Il Free cash flow<sup>op</sup> esprime il flusso disponibile per tutti gli Stakeholders finanziari

## Il free cash flow operating (segue)

il FCF operating consente l'attribuzione di un tasso di attualizzazione che tenga conto, in modo ponderato, sia del costo connesso all'indebitamento, sia del costo che grava sul patrimonio netto dell'impresa.

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

## Il free cash flow operating (segue)

**Free cash flow  $^{op}_s > \text{Free cash flow}_s$**

**Free cash flow  $^{op}_{ns} > \text{Free cash flow}_{ns}$**

**Free cash flow  $^{op}_s = UL + Ip$**

**Free cash flow  $^{op}_{ns} \neq UL + Ip$**

## Il free cash flow (segue)

$$g = 0 \rightarrow \text{Free cash flow}^{\text{op}_s} = UL + Ip$$



$$\text{Dividendi} = (\text{Free cash flow}^{\text{op}_s} - Ip)(1 - \text{aliquota fiscale})$$

$$g > 0 \rightarrow \text{Free cash flow}_{\text{ns}} < UL + Ip$$



$$\text{Dividendi} = (\text{Free cash flow}^{\text{op}_s} - Ip)((1 - g)(1 - \text{aliquota fiscale}))$$

$$g < 0 \rightarrow \text{Free cash flow}_{\text{ns}} > UL$$



$$\text{Dividendi} = (\text{Free cash flow}^{\text{op}_s} - Ip)((1 + g)(1 - \text{aliquota fiscale}))$$

## Il free cash flow operating (segue)

