



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Specialistica in Scienze economiche e finanziarie

**La gestione della tesoreria in un gruppo
multinazionale. Il caso GP Battery Marketing**

Relatore:
Prof.ssa Lucarelli Caterina

Tesi di Laurea di:
Cantiani Giorgia

Anno Accademico 2019 – 2020

*Alla mia famiglia che ha sempre
supportato le mie scelte e non ha mai
smesso di credere in me.*

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
1. LA TESORERIA AZIENDALE.....	8
1.1. LA FUNZIONE DELLA TESORERIA IN AZIENDA	8
1.2. I PRINCIPALI MODELLI ORGANIZZATIVI	10
1.2.1. Tesoreria decentrata	11
1.2.2. La tesoreria centralizzata.....	11
1.2.3. Le forme ibride.....	14
2. LA GESTIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE.....	16
2.1. IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO E LA LIQUIDITA	19
2.2. I FATTORI CHE INCIDONO SULLA CONSISTENZA DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	21
2.2.1. Il volume delle attività	21
2.2.2. La gestione degli incassi clienti	22
2.2.3. La gestione delle scorte di magazzino.....	24
2.2.4. La gestione dei pagamenti fornitori	28
3. LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA	31
3.1. GLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE DELLA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA	34
3.2. LA PREVISIONE FINANZIARIA DI LUNGO TERMINE.....	39
3.3. LA PIANIFICAZIONE DI BREVE PERIODO	44
3.3.1. Il budget fonti – impieghi.....	46
3.3.2. Il budget di cassa.....	47
3.4. LA PIANIFICAZIONE DI BREVISSIMO PERIODO	51

3.4.1. Il cash flow forecast	52
3.4.2. Il preventivo di tesoreria	55
4. LA GESTIONE DEL PASSIVO	58
4.1. I FINANZIAMENTI A MEDIO / LUNGO TERMINE	62
4.1.1. Il mutuo	63
4.1.2. La cartolarizzazione	64
4.1.3. I finanziamenti in pool	65
4.1.4. Il leasing	67
4.1.5. I prestiti obbligazionari	70
4.2. DEBITI A BREVE TERMINE	72
4.2.1. Le aperture di credito in conto corrente	72
4.2.2. Il denaro caldo (hot money)	75
4.2.3. I crediti di firma	75
4.2.4. Le anticipazioni garantite su titoli	79
4.2.5. Il riporto	80
4.2.6. Sconto di effetti commerciali	81
4.2.7. Il factoring	82
5. LE FONTI DI FINANZIAMENTO IN EUROPA: UN CONFRONTO CROSS - COUNTRY	86
5.1. ALCUNI DATI SULL' ACCESSO AL CREDITO	87
5.2. I PRESTITI BANCARI	90
5.3. IL CREDITO COMMERCIALE	95
5.4. IL LEASING	97
5.5. IL FACTORING	100

5.6. RIASSUNTO DELLE INDAGINI	103
6. IL CASO GP BATTERY MARKETING	105
6.1. PRESENTAZIONE DEL GRUPPO	105
6.1.1. Struttura e organizzazione interna.....	106
6.2. IL WORKING CAPITAL MANAGEMENT	108
6.2.1. I crediti vs clienti.....	108
6.2.2. GPBM France e il factoring	111
6.2.3. Le rimanenze di magazzino	113
6.2.4. I debiti vs fornitori	114
6.3. FINANCIAL PLANNING PROCESS	115
CONCLUSIONI.....	121
BIBLIOGRAFIA	123

INTRODUZIONE

Forse mai come in questo preciso momento storico, caratterizzato dalla più grande emergenza sanitaria del XXI secolo, si è sentito parlare di liquidità e crisi della tesoreria, a causa degli effetti che si sono prodotti sull'intero tessuto economico mondiale.

In effetti, si tende generalmente a parlare di tesoreria soprattutto quando si arriva a momenti di tensione finanziaria o, addirittura, di crisi aziendali legate alla generazione di cassa di una società, come in questi casi.

In realtà, anche se questi due concetti sono solo ultimamente entrati a far parte del linguaggio quotidiano di gran parte della popolazione, sono d'altronde ben conosciuti e noti agli esperti del settore; la gestione della tesoreria ha infatti un ruolo centrale nell'amministrazione aziendale.

È chiaro che è ancora troppo presto per poter analizzare appieno gli effetti che questa crisi sanitaria ha avuto nelle casse di tutte le aziende, dalle micro-enterprises, fino alle grandi corporates multinazionali. E d'altronde non è soggetto di questa tesi, che si focalizzerà invece non tanto sulle conseguenze ma quanto sulle cause, intese come quelle buone abitudini che ogni azienda dovrebbe avere per essere in grado di gestire la propria liquidità aziendale, consentendo una gestione fluida delle risorse aziendali, nonché di poter far fronte a problematiche di diversa portata.

Nello specifico, questo lavoro mira a presentare alcuni dei processi che sono utili alle aziende per poter costruire una struttura finanziaria solida e che miri a sostenere i processi di crescita dell'impresa.

Nel primo capitolo andremo quindi a definire i tipi di organizzazione aziendale sotto il profilo finanziario, cercando di capire quali sono i più adatti a seconda del tipo di business, delle dimensioni e al settore di appartenenza.

Nel secondo capitolo andremo a focalizzarci sull'analisi di un fattore strategico per il controllo della liquidità, il capitale circolante netto, andando a vedere quali sono gli elementi che lo influenzano e le connesse politiche aziendali che l'impresa può mettere in atto per il controllo di tali elementi.

Nel terzo capitolo parleremo invece della pianificazione finanziaria, partendo dagli aspetti più strategici tipici dei business plan fino ad arrivare a quelli più operativi analizzati dal cash manager per la gestione della liquidità. Saranno quindi presentati i vari report aziendali, il loro processo di redazione e le loro utilità. Una volta definito il fabbisogno finanziario previsionale dell'impresa, andremo a vedere come questo può essere coperto attraverso un'oculata gestione del passivo. Nel quarto capitolo analizzeremo quindi le varie forme di finanziamento a disposizione delle imprese, mostrandone le caratteristiche e gli effetti che producono sulla struttura finanziaria delle imprese.

Volendo poi passare "dalla teoria alla pratica", nella seconda parte della tesi, composta dal quinto e sesto capitolo, si andrà appunto a verificare l'applicazione

delle teorie generali appena esposte alla realtà. A livello macroeconomico, il quinto capitolo andrà a mostrare, partendo da diverse indagini svolte a livello europeo, l'effettivo uso e la distribuzione dei vari strumenti di finanziamento all'interno dei principali paesi europei.

A livello microeconomico invece, il sesto capitolo presenterà un case-study sull'azienda GP Battery Marketing, permettendoci quindi di analizzare da vicino i processi aziendali di gestione della tesoreria. Andremo quindi a ripercorrere logicamente i primi 3 capitoli per vedere l'applicazione pratica del processo di working capital management e di pianificazione finanziaria.

1. LA TESORERIA AZIENDALE

1.1. LA FUNZIONE DELLA TESORERIA IN AZIENDA

Il concetto di tesoreria aziendale è tradizionalmente multiforme ed ha avuto un'evoluzione costante e decisamente accelerata negli ultimi anni.

La gestione della tesoreria può essere definita come quell'insieme di meccanismi che permettono ad un'impresa di gestire i flussi monetari in entrata e in uscita, prevenendo il fabbisogno finanziario aziendale e andandone a ricercare la copertura ottimale. Il principale obiettivo della tesoreria è quindi quello di garantire l'equilibrio economico finanziario dell'impresa, assicurando in ogni momento la solvibilità dell'impresa al minor costo possibile.

Questo concetto di tesoreria legato alla massimizzazione dei rendimenti e alla minimizzazione dei costi, che ha quindi una valutazione "contabile" del fabbisogno finanziario, è un concetto piuttosto datato di gestione della tesoreria.

Infatti, a partire dagli anni 90 si è assistito ad uno sviluppo rapido degli strumenti informatici, legato all'apparizione di nuovi strumenti finanziari, che ha profondamente modificato l'approccio a questa disciplina e soprattutto ai valori economici a cui il tesoriere rivolge la propria attenzione.

Se infatti in precedenza la valutazione del valore veniva fatta basandosi sul reddito operativo o ROE, ad oggi si preferisce guardare alla valutazione del cash flow o EVA, con passaggio quindi da variabili economiche a variabili finanziarie.

Il concetto di EVA parte dal principio che il capitale degli azionisti deve essere meglio remunerato rispetto al capitale di terzi.

In ultima analisi, il cambiamento della visione della finanza aziendale passa da un atteggiamento esclusivamente di back office, ad uno di front office, capace di interagire con tutte le aree aziendali.

L'ordine delle attività cambia radicalmente, ponendo in testa la gestione da front office, poi da middle office, e infine l'impostazione da back office.

Le attività legate al front office sono riassumibili in¹:

- Gestione della liquidità e della copertura
- Gestione dei finanziamenti
- Gestione del rischio (risk management)
- Gestione del budget finanziario

Quelle legate al middle office in:

- Reportistica di corporate
- Reportistica previsionale
- Analisi dei dati

E infine, le attività legate al back office sono:

- Gestione degli incassi / pagamenti
- Riconciliazioni bancarie

¹ Si veda al riguardo MASINELLI F. GIOVANELLI D., *Tesoreria aziendale*, 2018 pp 5-7

- Controllo delle condizioni bancarie
- Gestione della documentazione

É interessante notare come, attraverso una schematizzazione delle funzionalità della gestione della tesoreria di questo tipo, si è passati da un approccio piuttosto statico, quasi di mera contabilità bancaria, ad un approccio decisamente più dinamico ed interessato maggiormente agli aspetti previsionali.

1.2. I PRINCIPALI MODELLI ORGANIZZATIVI

In questi ultimi anni il mondo della finanzia internazionale ha conosciuto una forte evoluzione che si manifesta in una ricerca costante della redditività e dello sviluppo della concorrenza internazionale. Questa situazione conduce i gestionali della tesoreria a adottare un miglior controllo sulle disponibilità liquide al fine di minimizzare il ricorso ai prestiti bancari generatori di interessi passivi, di massimizzare il surplus di liquidità, e di semplificare la struttura dei pagamenti che, se eccessivamente articolata, comporta ingenti spese di gestione e accentua il rischio di cambio.

Per poter gestire quindi al meglio i flussi che la compongono, la tesoreria può essere organizzata secondo differenti strutture, che dipenderanno a sua volta sia dalla struttura societaria, sia dalle particolarità del business aziendale e ma anche dal livello di internazionalizzazione.

Vediamo quindi di seguito come la dottrina ha classificato le differenti strutture.

1.2.1. Tesoreria decentrata

Questo tipo di modello è solitamente legato ad un'amministrazione di piccola o media impresa che non ha particolari criticità nella gestione della liquidità o dell'indebitamento. Nel caso si tratti di un gruppo societario, le società del gruppo hanno tutte un'indipendenza decisionale finanziaria ben marcata.

Se da un lato questo modello può sembrare piuttosto arcaico, soprattutto se applicato a modelli multinazionali, dall'altro lato può presentare diversi vantaggi, specialmente quando la multinazionalità comporta differenze cross-countries rilevanti. Infatti, dal momento in cui le decisioni finanziarie fanno capo ai manager locali, si avrà un maggior sentiment del mercato locale, con la possibilità per il management finanziario di essere maggiormente di supporto all'area commerciale. Inoltre si rende maggiormente possibile lo sfruttamento delle opportunità finanziarie legate alle caratteristiche domestiche.

1.2.2. La tesoreria centralizzata.

Diametralmente opposta alla precedente, questa tipo di organizzazione permette di equilibrare i conti delle società appartenenti a un gruppo, dando la possibilità di fare importanti economie dei costi finanziari. Questa struttura quindi comporta, in modo

più o meno significativo, una riduzione delle autonomie di gestione delle entità finanziarie locali relativamente al cash flow generato.

Caso limite di questa struttura è la cosiddetta tesoreria accentrata, che prevede le stesse caratteristiche tecniche della precedente, “ma anziché lasciare una discreta autonomia alle entità locali, passa tutta la gestione finanziaria alla casa madre, creando di fatto un ufficio tesoreria di gruppo che segue tutta la procedura del cash management, dal flusso consuntivo alla previsione dei flussi di cassa, passando per i flussi attivi e passivi”².

Esistono diverse tecniche per sviluppare all'interno della propria azienda un accentramento della tesoreria, vediamo quindi le più conosciute.

Per quanto riguarda i flussi di provenienza esterna, una delle tecniche maggiormente utilizzate in presenza di gruppi bancari è il *cash pooling*. I conti correnti intestati alle società del gruppo vengono riuniti in un pool che permette di far confluire periodicamente i saldi di tali conti in un unico master account, solitamente intestato alla casa madre. In realtà non è sempre detto che vi sia una vera e propria movimentazione fisica del denaro: nel caso di *cash pooling nozionale* infatti, la posizione finanziaria netta viene calcolata solamente in modo “virtuale” a partire dai saldi di tutti i conti correnti del pool. Tale posizione verrà poi utilizzata per il calcolo degli interessi attivi o passivi. Al contrario, nel caso dello *Zero*

² F. MASINELLI, D. GIOVANELLI, “Tesoreria aziendale”, 2018, Ipsoa

Balance cash pooling, vi è un'effettiva movimentazione dei conti, che a fine giornata presenteranno tutti saldo 0, tranne quello della casa madre.

I benefici connessi a tale tecnica appaiono evidenti, sia sotto un'ottica di aumento del controllo in capo alla casa madre, sia in un'ottica di ottimizzazione dei costi finanziari. La centralizzazione dei flussi verso un'unica entità permette infatti che nessuna azienda del gruppo presenti conti correnti a saldo negativo, riducendo in maniera considerevole i possibili indebitamenti a breve termine con il sistema bancario ed i costi ad essi connessi.

In termini di costi il cash pooling nozionale permette una razionalizzazione ancora maggiore: venendo infatti a mancare i trasferimenti fisici di denaro, anche le commissioni bancarie saranno notevolmente ridotte. Inoltre, tale metodo permette una riduzione del carico fiscale a seguito di un minor ammontare di interessi attivi. Proprio per tale motivo molti paesi, tra cui l'Italia, prevedono delle restrizioni all'utilizzo di tale strumento.

Volendo invece analizzare le varie tecniche esistenti per la centralizzazione dei flussi interni, un metodo spesso utilizzato dai gruppi societari è il *netting*. Esso consiste nella compensazione dei debiti e dei crediti di natura commerciale tra le varie entità del gruppo. Nel caso in cui tale compensazione operi tra due sole controparti si parla di netting bilaterale; quando invece il sistema di compensazione avviene tra più controparti, il netting viene detto multilaterale. In questo caso la posizione netta in capo ad ogni società viene liquidata (a credito o a debito) sul

conto accentrato della capogruppo (netting centre). I benefici che derivano dall'uso di tale tecnica sono principalmente legati alla razionalizzazione dei flussi monetari tra le varie consociate, che permette un sistema più semplificato di pagamenti e una riduzione, anche qui, delle commissioni bancarie. A livello amministrativo inoltre, le riconciliazioni intercompany risultano estremamente più semplici.

Rimanendo sempre all'interno dei flussi intercompany, anche i prestiti intragruppo costituiscono uno strumento essenziale nell'ambito della centralizzazione della tesoreria. Essi permettono di adeguare, al minor costo possibile, le risorse ai bisogni a livello di gruppo. I prestiti tra la società in surplus verso quella in deficit possono avvenire attraverso una pluralità di forme: anticipi in conto corrente, prestiti a termine ecc. I tassi praticati possono essere sia dei tassi interni sia dei tassi di mercato e le scadenze possono essere altrettanto varie e dettate dalle necessità interne del gruppo.

Questa tecnica ha il vantaggio di essere semplice e senza limitazioni di importo. La flessibilità di utilizzo e le condizioni finanziarie estremamente vantaggiose fanno dei prestiti intragruppo un metodo di finanziamento estremamente utilizzato nel mondo dei gruppi aziendali.

1.2.3. Le forme ibride

La prassi ci mostra tuttavia che non è sempre necessario prendere una strada escludendone un'altra. Infatti, la scelta della struttura migliore è sempre legata alle

specificità della singola azienda, che può quindi decidere di attuare un progetto che preveda una struttura mista.

Si potrebbe per esempio organizzare la propria tesoreria in modo decentrato, ma con un'organizzazione interna di gruppo. In questo caso la tesoreria locale, o della singola filiale, si occupa dei flussi di tesoreria in valuta, di garantire l'equilibrio entro le fonti di finanziamento esterne ed interne, d'identificare i rischi di cambio ecc. La banca interna (detta società Pivot) invece, gestisce i poolings domestici e non residenti e organizza il sistema di Netting delle transazioni tra filiali.

Oppure, nel caso di gruppi multinazionali, la tesoreria può essere centralizzata per paese. La tesoreria viene quindi centralizzata a livello nazionale e la capogruppo assicura la strategia finanziaria e la valutazione delle previsioni a medio termine.

2. LA GESTIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE

Il capitale circolante netto (CCN o *Net Working Capital* o NCW) rappresenta, nella sua definizione più generale, la differenza tra attività correnti e passività correnti rappresentate nello Stato Patrimoniale.

Occorre però ricordare che il capitale circolante netto può avere diverse accezioni a seconda del tipo di analisi che si deve svolgere.

La definizione semplice, tuttavia, non risulta essere adeguata per la corretta interpretazione delle dinamiche dei flussi di cassa, in quanto include sia elementi operativi (crediti e magazzino) che finanziari (disponibilità liquide).

Una definizione di capitale circolante più indicata per i nostri fini, è quella basata sulla logica fonti / impieghi, ossia l'insieme delle cosiddette attività circolanti, escludendo quindi le attività finanziarie a breve termine; ne consegue che il *Capitale circolante netto* è rappresentato dalla differenza tra attività e passività a breve termine tralasciando voci prettamente finanziarie (cassa e banca attive o passive, titoli di immediata negoziabilità, quote di mutui o finanziamenti scadenti nell'esercizio successivo)

Il capitale circolante netto secondo questa logica esprime quindi la consistenza del fabbisogno finanziario derivante dal ciclo operativo.

Il capitale circolante netto, in questa ipotesi, è denominato capitale circolante netto in senso stretto o *Capitale circolante netto commerciale* (CCNc d'ora in avanti).

Figura 2.1 – La composizione del capitale circolante netto commerciale.



Fonte: Giannacchi P. “L’incidenza del capitale circolante sulla performance aziendale” pag. 5

Attraverso tale rappresentazione del CCNc scomposto nei suoi principali elementi è facile intuire come questo sia strettamente legato al ciclo di acquisto – trasformazione – vendita attraverso il quale l’azienda industriale³ esplicita la propria attività caratteristica.

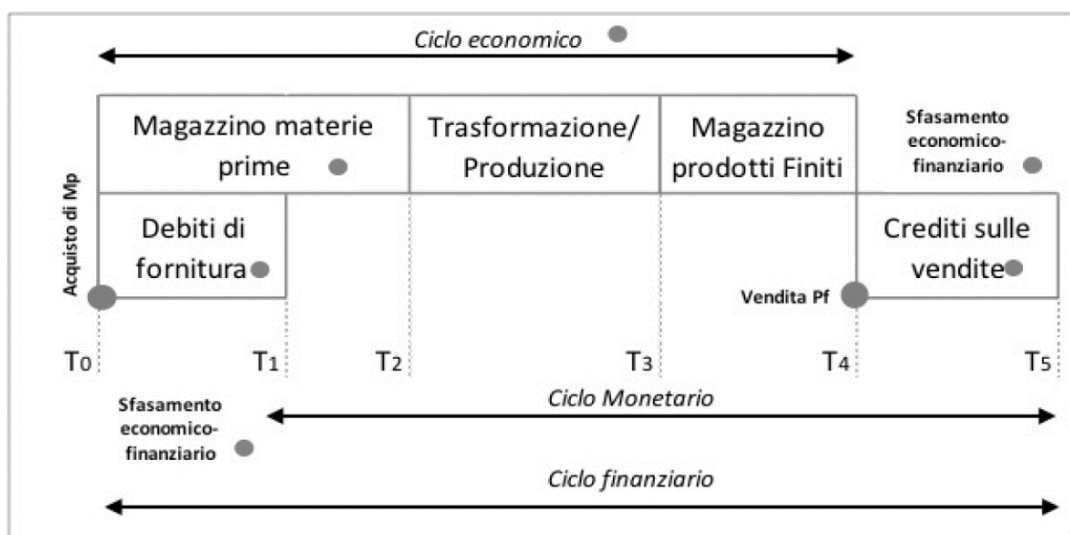
Immaginiamo infatti che un’impresa acquisti al tempo T_0 le materie prime necessarie per l’avvio della produzione, facendo così sorgere un debito di fornitura che sarà saldato al tempo T_1 . Tali materiali saranno poi immagazzinati e successivamente immessi nel ciclo produttivo, al termine del quale, il prodotto sarà

³ Nel caso di società di servizi o commerciali non esiste il passaggio della trasformazione, ma la struttura del CCNc rimane pressoché invariata. Se per un’azienda industriale le 3 fasi del ciclo sistemico assumono uguale rilevanza per un’azienda commerciale la vendita assumerà un’importanza preminente.

destinato alla vendita (T_4). Come possiamo vedere dall'immagine sottostante la durata del ciclo economico, che coinvolge principalmente le fasi di immagazzinamento e produzione differisce da quella del ciclo monetario, anche detto del circolante, che inizia col pagamento al fornitore (T_1) e termina con la riscossione del credito (T_5). Tanto più tale lasso di tempo sarà esteso, tanto più alto il fabbisogno generato dal ciclo operativo.

Questa differenza temporale tra il *ciclo economico* e il *ciclo monetario* determina gli sfasamenti del capitale circolante, ed è per questo motivo che l'analisi costante e accurata di quest'ultimo assume un'importanza cruciale per un'azienda.

Figura 2.2 – Il ciclo finanziario di un'impresa.



Fonte: CODA R. "La gestione e il controllo della tesoreria e dei rischi finanziari nelle PME" Pag. 31

2.1. IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO E LA LIQUIDITÀ

Come abbiamo visto, il capitale circolante netto, preso nella sua accezione di commerciale, corrisponde all'equazione:

$$CCNc = \text{Crediti} + \text{Magazzino} - \text{Debiti}$$

Dove i crediti rappresentano ricavi non ancora incassati, il magazzino identifica i costi sospesi, in attesa che si trasformino in ricavi, mentre i debiti sono riconducibili a costi a cui non ha ancora fatto seguito un pagamento.

A parità di fatturato, all'aumentare dei crediti e del magazzino aumenta la liquidità inespressa ovvero i prodotti finiti e le merci giacciono in magazzino, oppure, nonostante vengano venduti, le relative forniture non sono incassate.

Più in generale è facile comprendere che una variazione del CCNc genera quindi un flusso di liquidità. Questa relazione può essere espressa come segue:

$$\text{Flusso di liquidità}_{CCNc} = - \Delta CCNc$$

Ovviamente il termine “generare liquidità” non indica una creazione ex novo di risorse monetarie, ma semplicemente una trasformazione dei vari elementi del CCNc in disponibilità liquide immediate.

Supponiamo quindi che a seguito dei cambiamenti della politica del credito ci sia una contrazione dei crediti commerciali, questo comporterà quindi:

→ una variazione negativa del CCNc

→ un aumento temporaneo della liquidità

Un'analoga considerazione si ha nel caso in cui la variazione della struttura finanziaria del CCNc sia imputabile a una diminuzione dei debiti verso fornitori, a cui seguirà quindi:

→ una variazione positiva del CCNc

→ una diminuzione temporanea della liquidità

Operativamente quindi, la liquidità viene drenata dal CCNc, da questo ne deriva il cosiddetto “effetto spugna”.

Secondo questa analogia il CCNc si comporta come una spugna immersa nell'acqua (dove l'acqua rappresenta la liquidità). Se comprimiamo la spugna e la immergiamo nell'acqua questa si dilaterà assorbendo acqua (il CCNc aumenta e assorbe risorse monetarie). Per contro, strizzando la spugna (comprimendo il CCNc) assistiamo ad una fuoriuscita di acqua (il CCNc diminuisce e libera risorse monetarie, che possono essere convenientemente utilizzate)⁴.

⁴ Si veda al riguardo BARTOLI F. “Il modello finanziario: flussi di cassa e liquidità”, 2017

2.2. I FATTORI CHE INCIDONO SULLA CONSISTENZA DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

Per poter comprendere appieno l'importanza del capitale circolante netto e dell'impatto che esso ha sulla solvibilità a breve dell'azienda andiamo a dividere i fattori del ciclo operativo dal quale esso dipende:

- 1) Il primo fattore correlato all'andamento del capitale circolante netto è il volume delle attività; esso trova espressione nel volume delle vendite e nei correlati volumi di acquisto e consumo dei diversi fattori impiegati per la produzione.
- 2) Il secondo gruppo di fattori che incide sull'ammontare degli investimenti in capitale circolante è rappresentato dalle politiche commerciali e produttive adottate dall'impresa; queste si esplicitano in:
 - a) La durata delle dilazioni di pagamento concesse ai clienti;
 - b) Nell'ammontare delle scorte di materie prime e giacenze di prodotti finiti;
 - c) La durata delle dilazioni concesse dai fornitori.

2.2.1. Il volume delle attività

Come è facile intuire, un aumento del volume della attività non comporta solo un'espansione del fatturato ma anche un correlato aumento dei costi di produzione, soprattutto nella loro componente variabile. Tale situazione comporta quindi una

maggior necessità di fabbisogno finanziario, soprattutto in caso di un non adeguamento delle politiche commerciali.

Pianificare il volume delle vendite quindi è di vitale importanza per poter stabilire il fabbisogno finanziario conseguente e la sua copertura. Se, al contrario, si perde di vista il valore del CCNc si corre il rischio di arrivare alla paradossale situazione del “ho troppi ordini quindi fallisco” (Coda).

2.2.2. La gestione degli incassi clienti

Come nel caso precedente, anche una variazione delle politiche commerciali produce degli effetti sul CCNc. Prima di effettuare quindi una qualsiasi manovra è necessario valutare la qualità del proprio portafoglio crediti.

Il primo indice da prendere in considerazione è l'*indice di durata media dei crediti commerciali (DSO, Days of sales outstanding)*.

$$\text{Durata media dei crediti commerciali} = \frac{\text{Crediti Vs Clienti}}{\text{Vendite}} \times 365$$

Che misura la distanza media tra il momento di fatturazione e il relativo momento d'incasso, o in altre parole il tempo medio d'incasso dei propri crediti. L'inverso dell'indice di durata è l'*indice di rotazione dei crediti (Receivable Turnover Ratio)*, che misura il numero di volte in cui il portafoglio dei crediti è “girato”:

$$\text{Indice di rotazione dei crediti} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Crediti Vs Clienti}}$$

Un tasso di turnover elevato (o un basso DSO) indica solitamente che l'impresa ha dei buoni (vedi ridotti) tempi d'incasso. Esso però potrebbe d'altronde indicare che l'impresa attua delle politiche di credito stringenti, che come noto, potrebbero penalizzare le vendite. Al contrario, un basso valore del receivable turnover (o un alto DSO) indica che l'impresa sta incontrando delle difficoltà nell'incasso dei propri crediti.

Questi due indici di per sé non sono sufficienti a misurare l'andamento del CCNc ma mostrano dei primi segnali per eventuali azioni correttive.

È infatti noto che la gestione del credito commerciale è una fra le leve più utilizzate, ma allo stesso tempo tra le più delicate, delle politiche commerciali. Una politica commerciale espansiva che punta ad allungare i tempi di incasso infatti produce come visto, un aumento del CCNc, che si traduce quindi in un aumento del fabbisogno finanziario.

Per poter utilizzare questa leva in modo profittevole è necessario quindi avere una buona conoscenza della propria clientela.

In prima regola occorre distinguere i clienti legati da contratti di fornitura da quelli che invece acquistano in maniera non regolare. Da questa prima classificazione si può poi procedere creando, quando possibile, classi di clientela che siano omogenee

per scadenze, giorni di ritardo medio e classe di rischio. Gli scadenziari così ottenuti permetteranno di ottenere una sorta di profilo del credito.

Sulla base di tale profilatura, l'impresa potrà quindi di effettuare una eventuale politica espansiva attraverso la concessione del credito, avendo cura di considerare i seguenti elementi:

- Quali clienti (o classe di essi) può beneficiare della concessione di credito
- Quali sono le somme accordate
- Qual è la durata della manovra
- Quali sono le percentuali di sconto che possono essere offerte in caso di pagamento anticipato
- Come ridurre il rischio di mancata riscossione dei crediti

2.2.3. La gestione delle scorte di magazzino

Le scorte di magazzino rappresentano anch'esse una parte dell'attivo corrente di fondamentale importanza per l'impresa e un'oculata gestione del magazzino è un elemento imprescindibile per mantenere l'equilibrio economico finanziario dell'azienda. In linea generale le scorte possono essere intese come l'insieme dei beni materiali presenti in azienda in un certo momento in attesa di essere destinati al processo di trasformazione (nel caso di materie prime e semilavorati) oppure di alimentare il processo di distribuzione (prodotti finiti e merci). Le scorte fanno parte

per natura del processo di acquisto – produzione – vendita tipico della gestione caratteristica e nel contempo ne assicurano la sua regolare continuità.

Ne deriva immediatamente come le scorte svolgano una funzione operativa all'interno del meccanismo aziendale agendo da ammortizzatore tra e capacità del sistema produttivo e i flussi delle vendite e permettendo all'azienda di rispondere in modo tempestivo alle richieste della clientela.

Allo stesso tempo, la detenzione di uno stock di magazzino comporta il sostenimento di costi, sia diretti, con conseguenze sul piano economico, come i costi di stoccaggio, sia indiretti, quali per esempio il costo opportunità derivante dal mancato flusso attivo di liquidità.

La giusta consistenza delle scorte di magazzino dipende sia dal settore di appartenenza che dalla tipologia del prodotto offerto, questi due elementi andranno quindi ad influenzare le caratteristiche e la composizione delle scorte.

Come visto per i crediti, prima di poter procedere all'attuazione di determinate politiche di gestione del magazzino, appare necessario andarne ad analizzare le caratteristiche; un primo punto di partenza è il calcolo degli indici di durata e di rotazione che saranno utili per valutare l'equilibrio della consistenza delle scorte in un dato momento.

Il primo indice quindi è rappresentato dalla *durata medie delle scorte di magazzino* (*DSI, Day Sales of Inventory*), dato dal rapporto tra la giacenza media di un

determinato periodo e la quantità totale del venduto valutato al prezzo di costo (*COGS, Cost of Good Sold*) nello stesso periodo.

$$\text{Durata media delle scorte di magazzino} = \frac{\text{giacenza media}}{\text{vendite}} \times 365$$

Questa formula serve a calcolare il tempo di permanenza in magazzino di un determinato prodotto. In altre parole, serve a determinare quanto tempo occorre per vendere lo stock di un prodotto.

L'inverso di tale indice è l'*indice di rotazione delle scorte (Inventory Turnover)*:

$$\text{Indice di rotazione delle scorte} = \frac{\text{vendite}}{\text{giacenza media}}$$

Esso indica il numero di volte in cui si è rinnovato completamente un determinato prodotto all'interno di un magazzino nell'arco di tempo preso in esame (un anno, un mese, un quadrimestre ecc.). Si tratta dunque di un indicatore importante per calcolare qual è il tempo necessario affinché i mezzi finanziari investiti nelle merci vengano recuperati.

Valori elevati di questo indice (o bassi valori del DSI) indicano che l'impresa riesce a vendere i propri prodotti in un tempo relativamente breve.

Al contrario, valori modesti dell'indice (o un DSI elevato) potrebbero indicare una consistenza di stock troppo elevato rispetto alla domanda sul mercato di tale prodotto⁵.

Occorre comunque far attenzione a non considerare i valori assoluti di tali indici come indicatori infallibili di equilibrio: infatti un valore eccessivamente elevato del tasso di rotazione potrebbe altresì indicare che l'azienda abbia sottostimato il potenziale di vendita di un prodotto e che rischi quindi di perdere delle opportunità di vendita a causa dell'out of stock. Tali indici devono quindi essere sempre adeguatamente interpretati e contestualizzati per essere utili a determinare la giusta sincronia delle politiche di acquisto e vendita e quindi il valore ottimale delle scorte. Per ricapitolare, abbiamo visto come i due elementi dell'attivo corrente finora considerati impattano notevolmente sull'intera gestione l'aziendale. La detenzione di vasti portafogli di crediti verso i clienti e un magazzino importante possono compromettere la stabilità finanziaria dell'impresa in quanto "bloccano temporaneamente" la generazione di liquidità. D'altra parte, come già visto per i crediti, una riduzione esasperata di questi due elementi può comportare degli effettivi negativi sulle vendite.

⁵ Da ricordare comunque che questo valore è fortemente influenzato dal tipo di prodotto, ossia esistono per natura prodotti ad alta rotazione e prodotti a bassa rotazione.

Questo sottolinea ancora una volta come la gestione del capitale circolante non debba essere fatta meccanicamente ed in modo isolato, ma deve tener conto ed interfacciarsi con tutti i reparti dell'azienda.

2.2.4. La gestione dei pagamenti fornitori

Dopo aver analizzato gli elementi dell'attivo corrente che costituiscono il capitale circolante netto, andiamo ora ad esaminare la principale componente del passivo, ossia i crediti verso fornitori, che rappresentano quindi la principale fonte di finanziamento del capitale circolante.

La possibilità per l'impresa di ottenere credito dai fornitori costituisce una condizione per poter a sua volta dilazionare i pagamenti dei clienti e ridurre al contempo il livello di liquidità necessaria per il finanziamento dell'attività caratteristica⁶. Infatti, la possibilità di dilazionare i pagamenti ai propri fornitori riduce il fabbisogno finanziario di tipo corrente.

Analogamente ai crediti verso clienti, anche per i debiti verso fornitori possono essere calcolati degli indici per poter determinare la loro consistenza.

In modo speculare, l'*indice di durata media dei debiti commerciali (DPO, Days Payable Outstanding)* viene calcolato attraverso la formula seguente:

⁶ Si veda al riguardo MARIANI G. *Politiche di capitale circolante e gestione economico finanziaria d'impresa*, 2007

$$\text{Durata media dei debiti commerciali} = \frac{\text{Debiti Vs Fornitori}}{\text{Acquisti di beni e servizi}} \times 365$$

Tale indice indica il numero di giorni di dilazione media ottenuta dai fornitori, ossia quanto tempo intercorre tra l'acquisto di un bene e il pagamento del relativo debito. Anche in questo caso l'inverso di tale indice è rappresentato dall'*indice di rotazione dei debiti*, dato dalla formula

$$\text{Durata media dei debiti commerciali} = \frac{\text{Debiti Vs Fornitori}}{\text{Acquisti di beni e servizi}} \times 365$$

Tale risultato indica il numero di volte i cui l'ammontare dei debiti verso i fornitori ruota nell'anno.

Un basso indice di rotazione dei debiti (o un DSO elevato) è generalmente vantaggioso per l'azienda in quanto indica un buon potere contrattuale verso i fornitori, in quanto questi ultimi sono disponibili a concedere fido all'azienda. Anche in questo caso, bisogna però non basarsi sul solo valore assoluto, infatti elevati valori del DSO rispetto alla media del settore di riferimento potrebbero altresì indicare che l'azienda sta incontrando dei problemi a pagare i propri fornitori (in quanto all'interno della formula vengono conteggiati anche i giorni di ritardo). Al fine poi di poter valutare se la liquidità "generata" dai debiti verso fornitori sia sufficiente a coprire quella "trattenuta" dai crediti verso i clienti occorre sempre confrontare gli indici appena visti con i corrispondenti indici relativi ai crediti verso

clienti. Il valore dei tempi medi di incasso deve essere equilibrato riguardo ai tempi medi di pagamento, in modo da poter consentire all'impresa di poter onorare i propri debiti nei tempi previsti e mantenere una condizione di equilibrio finanziario nel breve termine. Infatti, nel caso in cui il confronto di tali indici mostri una tendenza consolidata dell'impresa di saldare i propri debiti prima dell'incasso dei crediti significa che esse dovrà necessariamente ricorrere ad altre fonti di finanziamento, con conseguenti problemi sia per l'ottenimento o l'aumento di fidi che per il carico di oneri finanziari.

3. LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Come visto nel capitolo precedente, lo sfasamento temporale tra la dinamica economica e quella monetaria del ciclo produttivo di un'azienda comporta la generazione di un fabbisogno finanziario, ossia il complesso delle risorse monetarie necessarie all'azienda per l'acquisizione dei fattori produttivi per lo svolgimento della propria attività.

È in questo contesto che la pianificazione finanziaria si sviluppa, diventando quindi uno strumento ineludibile per una corretta gestione dei flussi finanziari.

L'obiettivo principale della pianificazione finanziaria è quello di assicurare che l'impresa possa perseguire i propri piani di sviluppo in accordo con il vicolo di equilibrio finanziario.

Infatti, definire in modo preventivo il fabbisogno finanziario in un dato periodo permette di verificare la sostenibilità degli obiettivi aziendali nel rispetto del criterio di ottimizzazione dei costi finanziari.

Per poter assicurare una struttura fonti / impieghi in equilibrio occorre quindi verificare costantemente la fattibilità finanziaria dei piani aziendali, o in altre parole, assicurare che la politica di approvvigionamento delle fonti di finanziamento sia allineata con i fabbisogni finanziari generati dal percorso di sviluppo aziendale, sia sotto il piano quantitativo che sotto quello temporale.

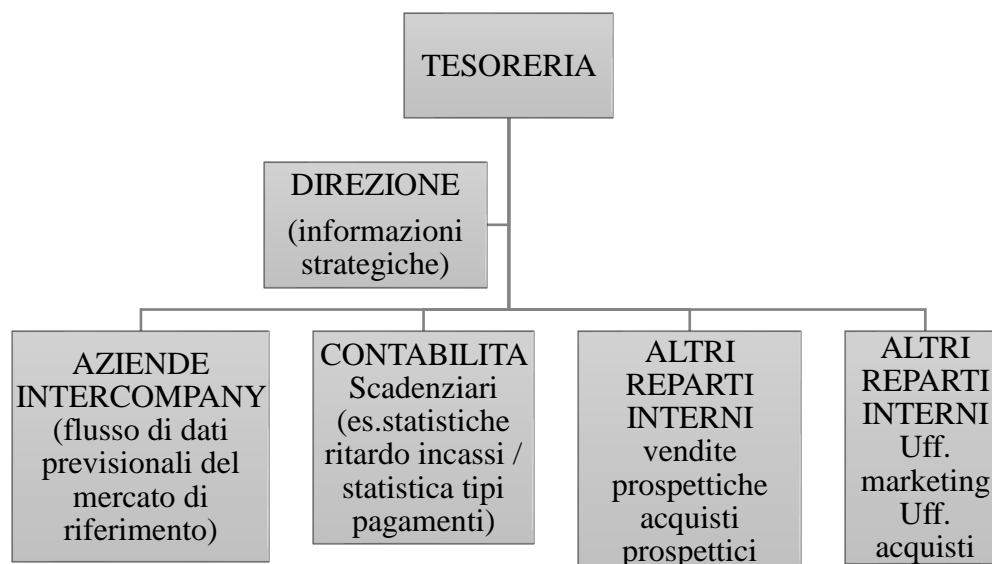
L'assunto principale dal quale parte la pianificazione è il reperimento delle informazioni da utilizzare per poter ottimizzare la gestione aziendale.

Fino a qualche anno fa, la funzione Tesoreria all'interno dell'azienda assumeva un ruolo quasi marginale, di mera area a servizio delle altre, e ciò rendeva piuttosto difficoltoso costruire delle basi informative integrate con tutti i reparti aziendali.

In quest'ottica, il percorso virtuoso è quello di riportare al centro della struttura aziendale il ruolo del tesoriere nella sua funzione di "pianificatore", soprattutto per quanto concerne lo step iniziale di raccolta delle informazioni.

Pianificare finanziariamente l'andamento aziendale richiede infatti l'unione di diverse informazioni economiche e patrimoniali, ma anche una profonda collaborazione con le varie aree dell'impresa (Fig. 3.1)

Figura 3.1 Il flusso informativo del Treasury Management



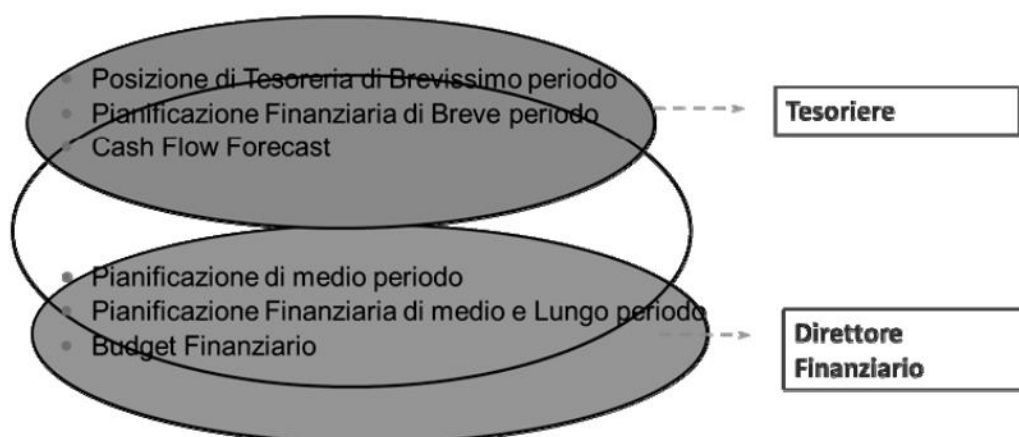
Se si effettua una breve indagine si vede che in moltissime aziende, soprattutto medio – piccole, tale collaborazione tra i vari settori è spesso carente e questo

determina una difficoltà nel creare un'organizzazione idonea a una pianificazione aziendale strutturata.

Oltre alla corretta circolazione dei flussi informativi, altro importante obiettivo da porsi nell'organizzazione preventiva è quello di stabilire da subito i compiti delle varie figure professionali finanziarie.

La tavola riportata sotto presenta il più classico degli esempi della divisione dei ruoli tra le due figure finanziarie principali: il direttore finanziario e il tesoriere.

Figura 3.2 Strumenti e competenze della pianificazione in una PMI.



Fonte F. MASINELLI, D. GIOVANELLI, "Tesoreria aziendale" Pag. 65

Se infatti è solitamente compito del tesoriere occuparsi della pianificazione a breve e brevissimo termine con risvolti spesso operativi nelle attività di cash management,

al direttore finanziario spetta generalmente la responsabilità della pianificazione di medio e lungo periodo e dei relativi budget.

Però spesso accade che, soprattutto nelle piccole e medie imprese, queste due figure siano concentrate in un'unica persona, o che, più in generale, le competenze professionali si incrocino generando a volte confusione circa la divisione delle mansioni.

3.1. GLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE DELLA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

La pianificazione finanziaria utilizza diversi strumenti che si pongono su differenti livelli a seconda del periodo temporale di riferimento e a seconda dell'obiettivo che si vuole raggiungere.

Per quanto riguarda il periodo preso in considerazione possiamo vedere, come riportato nella figura 3.3 che la pianificazione può essere suddivisa in pianificazione e lungo, breve e brevissimo periodo.

Figura 3.3 I principali report aziendali

Strumenti	Periodo di riferimento	Grado di dettaglio	Finalità
BUSINESS PLAN	→ Lungo periodo	3 / 5 anni	} Pianificazione strategica
BUDGET FINANZIARIO	→ Breve periodo	1 anno	
CASH FLOW FORECAST	→ Brevissimo Periodo	3 mesi	} Programmazione finanziaria
PREVENTIVO DI TESORERIA	→ Brevissimo Periodo	Settimanale	
			} Preventivazione di tesoreria

Ognuno di questi archi temporali utilizzerà diversi tipi di report, che saranno analizzati più in dettaglio nei prossimi paragrafi.

Per quanto riguarda invece la finalità dello strumento è possibile distinguere 3 macro-aree:

- 1) Finalità di pianificazione strategica: riguarda le decisioni della politica aziendale e considera un orizzonte temporale di lungo periodo (3/5 anni). In questo caso il contributo dell'Ente Tesoreria è normalmente di mero supporto alla direzione finanziaria. A tal fine viene elaborato il piano triennale o quinquennale, il cosiddetto *business plan*, che viene rivisto annualmente.
- 2) Finalità di programmazione finanziaria: è relativa alle scelte di gestione operativa nell'anno di budget. A tale scopo viene quindi elaborato il *budget finanziario* annuale, mensilizzato, elaborato generalmente negli ultimi mesi dell'anno precedente. A questo livello, la pianificazione finanziaria ha

l'obiettivo di trovare le fonti necessarie al raggiungimento degli obiettivi stabiliti nel piano pluriennale.

- 3) Finalità di preventivazione della tesoreria: quest'ultima è invece relativa alle scelte della gestione operativa di breve e brevissimo periodo, in quanto supporta le manovre di tesoreria periodiche e le scelte degli strumenti di finanza operativa (tipologie di finanziamento, strumenti di pagamento clienti/fornitori ecc.).

Occorre ricordare che gli strumenti riportati nella tabella, così come le 3 logiche classificate per finalità, sono tra loro complementari e interdipendenti.

Tali strumenti dovrebbero essere utilizzati in sinergia, in modo che essi possono fornire un quadro temporale completo della posizione finanziaria d'impresa. Se infatti si utilizzasse solo una logica di breve periodo, si avrebbe una visione miope degli accadimenti, in quanto essi risulterebbero sganciati dagli obiettivi di fondo; viceversa, concentrandosi solo su una logica di lungo periodo si correrebbe il rischio di trovarsi con periodi di surplus o deficit di liquidità che renderebbero la gestione del cashflow non efficiente.

Inoltre, un corretto processo di gestione della tesoreria, che parte appunto dalla fase previsionale e di pianificazione, non può non includere la successiva fase del controllo dei dati a consuntivo rispetto a quelli previsionali. Una pianificazione finanziaria che non verifichi la presenza di eventuali scostamenti tra la traiettoria

voluta e quella effettivamente intrapresa non sarà in grado di applicare le azioni correttive più opportune ove necessario.

Alla base di queste tipologie di strumenti è possibile utilizzare metodi diversi per l'elaborazione dei dati. I principali che andremo ad analizzare più nel dettaglio sono il metodo diretto e il metodo indiretto.

- Il *metodo diretto*: segue la cosiddetta logica *top-down*, ossia parte dall'alto del conto economico considerando i ricavi e poi i costi che generano flussi monetari. Per poter scendere nel dettaglio occorre poi integrare le informazioni provenienti dagli scadenziari e i dati di esborso e incasso.

Figura 3.4 La logica di costruzione diretta.

Sommare	Incasso Clienti	Flusso caratteristico corrente
Togliere	Pagamento Fornitori	
Togliere	Costi del personale	
Risultato	Disponibilità liquide generate dalle operazioni	
<hr/>		
Sommare	Proventi Finanziari	Flusso Corrente
Togliere	Oneri Finanziari	
Togliere	Imposte sul reddito (pagate)	
Risultato	Disponibilità liquide derivanti dall'attività operativa	

Fonte: F. MASINELLI, "Tesoreria aziendale" Pag. 72

Da questa prima struttura si evince che questo metodo viene solitamente utilizzato per prospetti quale il cashflow forecast e il preventivo di tesoreria.

- Il *metodo indiretto*: l'adozione di questo metodo per la determinazione del flusso di cassa prevede invece l'approccio bottom-up; si parte quindi dal risultato netto di esercizio e si somma allo stesso le componenti reddituali non monetarie (ammortamenti e accantonamenti) e quelle non inerenti alla gestione caratteristica.

Figura 3.5 Logica di costruzione indiretta.

Sommare	Utile prima delle imposte
Sommare	Rettifiche per:
	+ Oneri Finanziari
	- Proventi Finanziari
	+ Perdite su Cambi
	- Utili su Cambi
	+ Costi non monetari
	Ammortamenti
'	Accantonamenti
'	Svalutazioni
'	Minusvalenze
<u>Risultato</u>	<u>Flusso di circolante caratteristico corrente</u>
Togliere	Incremento Rimanenze
Sommare	Decremento Rimanenze
Togliere	Incremento crediti caratteristici
Sommare	Decremento crediti caratteristici
Sommare	Incremento debiti caratteristici
Togliere	Decremento crediti caratteristici
<u>Risultato</u>	<u>Disponibilità liquide generate dalle operazioni</u>
Sommare	Proventi finanziari incassati
Togliere	Oneri finanziari pagati
Togliere	Imposte sul reddito
<u>Risultato</u>	<u>Disponibilità liquide derivanti dall'attività operativa</u>

Fonte F. MASINELLI, "Tesoreria aziendale" Pag. 72

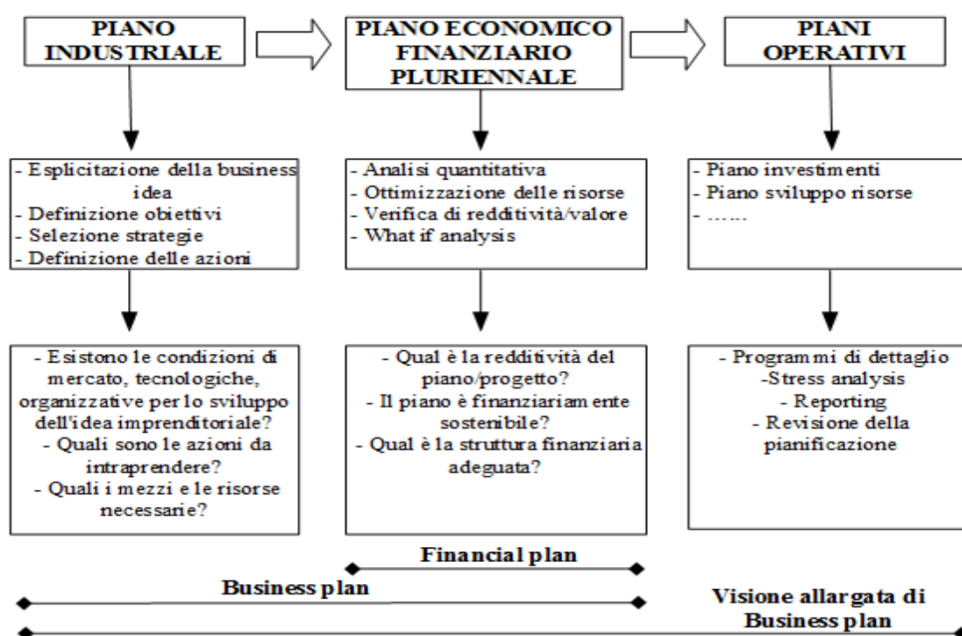
Questo metodo viene generalmente utilizzato per piani previsionali a medio/lungo termine, come per esempio il business plan ma anche il budget finanziario.

Vediamo quindi ora, scendendo in maggior dettaglio, le caratteristiche dei report citati finora seguendo la logica dei periodi di riferimento.

3.2. LA PREVISIONE FINANZIARIA DI LUNGO TERMINE

Il cardine della pianificazione finanziaria di lungo termine è sicuramente il *business plan*. Riprendendo lo schema proposto da Masinelli e Giovanelli vediamo come la visione allargata del business plan è formata da 3 parti, evidenziate nella figura 3.6

Figura 1 Figura 3.6 La visione allargata del business plan.



Fonte :F. MASINELLI, "Tesoreria aziendale"Pag 78 (rielaborazione)

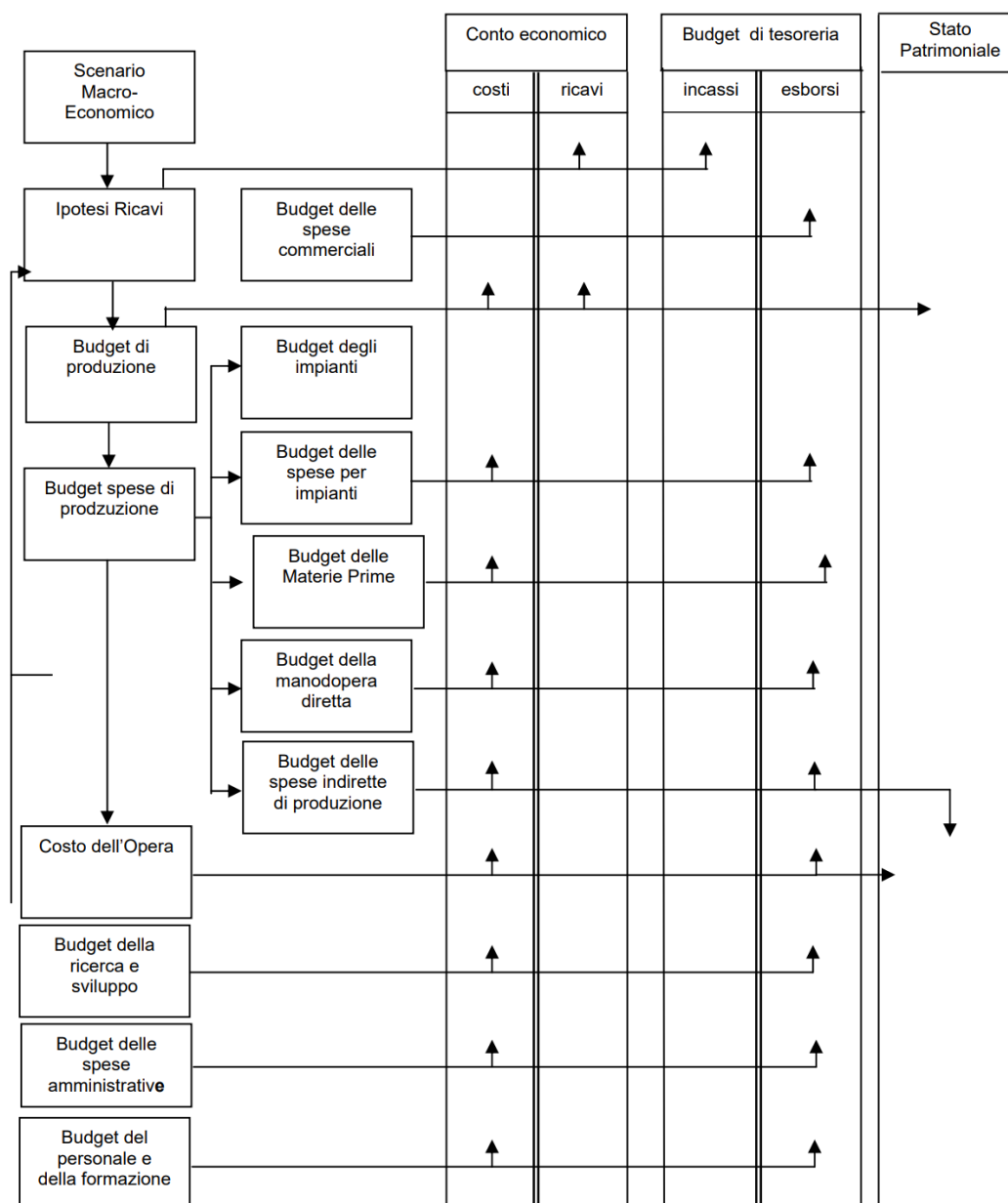
Il primo blocco, rappresentato dal *piano industriale*, è costituito da una parte piuttosto illustrativa: in questo infatti vengono esposte le strategie auspiccate per il futuro e gli obiettivi, accuratamente tradotti in termini numerici, che l'impresa si prefissa di raggiungere.

Il terzo blocco, ossia quello formato dai *piani operativi*, va a dettagliare, attraverso l'utilizzo di vari report, le modalità per la realizzazione degli obiettivi aziendali.

Infine, il *piano economico finanziario pluriennale*, che è quello che in primo luogo riguarda l'Ente Tesoreria, traduce l'impatto finanziario di tutte le decisioni programmate dai differenti piani operativi. A tale proposito, il piano finanziario assume un ruolo globale di armonizzazione delle decisioni operative, sulla base di un'analisi previsionale dei flussi finanziari derivanti da tali strategie, valutandone di fatto la loro sostenibilità.

In termini strettamente operativi, il piano economico e finanziario è composto dai tre documenti classici, ma in forma prospettica, del Conto economico, dello Stato patrimoniale e del Rendiconto finanziario. Il modello elaborato seguirà la logica riportata nella figura 3.7.

Figura 3.7 Dati di input e logica elaborativa.



Fonte: "Il piano economico e finanziario". S. Santucci

Tali prospetti si costruiscono a partire da ipotesi che andranno a simulare differenti scenari di turnover, dei costi e della struttura delle fonti di finanziamento, ossia di

tutte le variabili endogene, integrando anche previsioni su tutte quelle variabili esogene che impattano il risultato aziendale (ipotesi inflazionistiche, tassi di cambio, tassi d'interesse ecc.).

Ritornando al business plan nella sua versione allargata, è utile ricordare che la costruzione di quest'ultimo non deve necessariamente essere associata all'avvio di un nuovo progetto imprenditoriale.

Infatti, se assumiamo che il fine ultimo e più generalizzato che accumuna tutte le imprese è quello di creare valore, l'attività di pianificazione finanziaria sarà di supporto alla creazione di valore pur avendo diversi obiettivi a seconda della fase di vita in cui si colloca l'azienda.

- Nelle start-up e nelle imprese di recente costruzione, la pianificazione finanziaria mira soprattutto a realizzare un processo di sviluppo accelerato del business, il tutto assicurando che la struttura fonti-impeghi, seppur decisamente tesa in questa fase di forti investimenti, rimanga comunque sostenibile. È forse per questa tipologia di aziende che la pianificazione finanziaria richiede un'attenzione maggiore, questo perché questo stadio è “caratterizzato dalla presenza di notevoli esborsi rappresentati dagli investimenti necessari per la realizzazione dell'opera. In tale fase i flussi di cassa sono fortemente negativi ed occorre prevedere modalità di copertura

del fabbisogno in modo estremamente accurato”⁷. È inoltre noto che sono proprio questi documenti che verranno generalmente richiesti dai finanziatori esterni.

- Imprese con business consolidati: in questa fase l’obiettivo principale della pianificazione è quello di recuperare e incrementare la propria redditività. In questo senso si tenderà quindi a cercare di migliorare i margini commerciali e abbassare il costo del capitale per poter garantire all’azionista la profittabilità del capitale investito.
- Imprese in graduale e costante sviluppo: in questa fase la pianificazione finanziaria deve concentrarsi sul recupero delle condizioni di equilibrio finanziario. Occorre infatti valutare se il livello di autofinanziamento dell’impresa è tutt’ora allineato alle politiche aziendali e se, più in generale, azioni di financial restructuring sono da prendere in considerazione.
- Necessità o opportunità di investimento: questo punto non coincide con una vera e propria fase di vita di un’impresa ma appunto ricade della più generale valutazione di un nuovo piano di investimento o di un nuovo progetto, per il quale è appunto sempre necessario valutarne le conseguenze economico finanziarie sulla struttura aziendale, nonché la sua sostenibilità.

⁷ S. Santucci “Il piano economico e finanziario”

- Imprese mature con scarse possibilità di ulteriore sviluppo: in questa fase l'azienda potrebbe in questo caso voler valutare se possa risultare profittevole un eventuale trasferimento della liquidità della gestione caratteristica verso altri investimenti alternativi (crescita orizzontale) o direttamente a beneficio dei possessori di capitale.

Per concludere quindi, è chiaro che la realizzazione di un processo di pianificazione finanziaria comporti molteplici benefici.

In primo luogo, permette a tutti gli stakeholder di avere un visione chiara e prospettica dell'azienda. Questo infatti permette di migliorare notevolmente la comunicazione verso i soggetti esterni, siano essi investitori o istituti bancari, che, come noto, analizzeranno a fondo il business plan per poter decidere se supportare finanziariamente un tipo di business. Inoltre permette la costruzione di una strategia aziendale, che sia essa per nuovi investimenti o semplicemente per il mantenimento di una posizione già acquisita, che sia lungimirante e basata sulle reali possibilità finanziarie dell'azienda.

3.3. LA PIANIFICAZIONE DI BREVE PERIODO

Una volta definiti gli obiettivi e le strategie nel business plan è possibile declinare in maggior dettaglio il primo anno del piano economico e finanziario. È in questo contesto che si inserisce lo strumento del budget finanziario, che mira appunto a

verificare la compatibilità dei programmi operativi dell'esercizio con le possibilità di impiego e copertura delle risorse finanziarie.

Il budget finanziario riveste un ruolo di primissimo livello in quanto, avendo un orizzonte temporale annuale, consente l'elaborazione di ipotesi più razionali per poter verificare la fattibilità sotto il profilo finanziario dei programmi operati. In altre parole, esso consente di:

- Simulare diversi scenari della situazione economico – finanziaria in cui l'azienda può trovarsi a seguito della realizzazione dei propri programmi d'azione e giudicarne quindi la loro fattibilità;
- Accertare in che misura l'azienda sarà in grado di finanziare i fabbisogni di capitali collegati ai programmi d'esercizio, con i mezzi prodotti internamente (autofinanziamento in senso ampio e fonti generate dalla gestione reddituale);
- Di conseguenza, prevedere in che misura occorrerà rivolgersi ad altre fonti di finanziamento per garantire la copertura del fabbisogno finanziario.

Per fare ciò, la pianificazione finanziaria di breve termine si avvale di due prospetti, che insieme vanno a costituire il budget finanziario, il budget fonti – impieghi e il budget di cassa.

Riguardo il metodo di costruzione di questi due documenti occorre in primo luogo fare una precisazione. Essendo il budget finanziario un documento rivolto principalmente alla comunicazione interna, esso è redatto secondo un approccio che

non prevede l'adozione di uno schema fisso, ma che sarà adattato in funzione dell'ambiente in cui il budget è inserito.

Nei prossimi sotto paragrafi vedremo quindi in maggior dettaglio degli esempi pratici, utili alla costruzione di questi documenti.

3.3.1. Il budget fonti – impieghi

Il budget delle fonti e degli impieghi, o rendiconto finanziario preventivo (secondo alcuni autori) mette in correlazione tutti gli investimenti (o impieghi di capitale) che l'impresa dovrà realizzare nel periodo considerato con tutti i finanziamenti (o fonti) su cui l'impresa potrà contare nello stesso periodo. Tale struttura permette quindi di evidenziare una possibile discrasia tra impieghi e fonti.

Nel caso in cui le fonti superino gli impieghi, ci sarà quindi un'eccedenza di liquidità. Fare una previsione su questo surplus permetterà quindi all'azienda di intavolare un processo di decisione anticipata sul relativo utilizzo. Nel caso opposto in cui siano gli impieghi a risultare maggiori delle fonti l'azienda dovrà, nel rispetto delle politiche prefissate, ricercare nuove risorse finanziarie.

Una volta terminato il processo di quadratura, il prospetto può essere così esemplificato:

Figura 3.8 Tabella fonti - impieghi

IMPIEGHI		FONTI	
- Investimenti in capitale fisso	...€	- Autofinanziamento	...€
- Investimenti in cap. circolante	...€	- Finanziamento in cap. proprio	...€
- Rimborso di debiti	...€	- Finanziamento con cap. di credito	...€
- Rimborso di capitale proprio	...€	- Disinvestimenti	...€
	Tot.		Tot.

Appare quindi evidente, sulla base della struttura appena mostrata che lo scopo principale del budget fonti – impieghi è proprio quello di mostrare la situazione finanziaria complessiva e di anticipare la presenza di un eventuale squilibrio.

3.3.2. Il budget di cassa

Il documento complementare al budget fonti – impieghi appena analizzato, è il budget di cassa.

Come abbiamo visto, infatti, il budget fonti – impieghi contiene solo la determinazione annuale del fabbisogno finanziario, ma non ci dà informazioni riguardo la sua distribuzione durante l’anno.

Il budget di tesoreria, al contrario, non mira più a verificare la compatibilità delle fonti e degli impieghi sotto il profilo globale, ma sotto il profilo della coerenza tra i tempi di manifestazione delle entrate rispetto alle uscite, andando quindi a

superare il limite del budget precedente che uniforma i tempi di incasso e pagamento non considerando la progressione temporale dei movimenti monetari entro l'anno.

È con il budget di cassa che sarà quindi possibile andare a misurare la sincronizzazione temporale dei flussi in entrata e in uscita, permettendo quindi all'azienda di far fronte, economicamente e in ogni momento, agli impieghi di pagamento che derivano dell'esercizio della propria attività. Ottimizzare la sincronizzazione dei flussi monetari in / out si traduce, sul piano economico, in un risparmio degli interessi passivi o in un incremento di quelli attivi. Questo perché si eviterebbe di avere sia costi opportunità derivanti da un surplus inutilizzato, sia deficit importanti che renderebbero più oneroso il costo del debito; tale situazione, ideale, di sincronizzazione perfetta configura un livello di liquidità ottimale, ossia quello che tende a 0. Ovviamente nella pratica questa situazione è difficilmente raggiungibile, ed è quindi compito del cash manager di trovare la miglior combinazione temporale tra i flussi in entrata e in uscita.

Vediamo quindi, partendo dalla sua costruzione, come il documento del budget di cassa può essere di supporto al cash manager per il raggiungimento di tale obiettivo.

Lo schema del budget di cassa prende la forma di una rappresentazione mensile delle entrate e delle uscite; esso viene costruito a partire dalla mensualizzazione dei dati del budget economico andando però ad eliminare le componenti non monetarie

e distribuendo i relativi importi in funzione della loro effettiva manifestazione finanziaria. Occorrerà inoltre attingere a informazioni di tipo contabile, come gli scadenziari, per poter determinare con esattezza le tempistiche effettive di incasso ed esborso, non dimenticandosi inoltre di integrare tutti quei dati extracontabili che rendono il budget più affidabile come per esempio i ritardi medi dei tempi d'incasso crediti.

Figura 3.9 Il Budget di cassa

	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic	Tot
Saldo di cassa iniziale													
Entrate per ricavi													
Uscite per materie													
Uscite per lavoro													
Uscite per servizi													
Prestazioni di terzi													
Altre uscite tipiche													
Totale uscite													
Flussi operativi													
Imposte pagate													
Flussi operativi netti													
Disinvestimenti													
Investimenti													
Saldo area investimenti													
Entrate per finanziamenti													
Uscite per finanziamenti													
Saldo area finanziaria													
Aumenti di capitale													
Diminuzione dividendi													
Saldo area capitale netto													
Entrate accessorie													
Uscite accessorie													
Saldo area accessoria													
Flussi complessivi													
Saldo di cassa finale													

Fonte: Il controllo della liquidità nelle PMI. Metodi, strumenti e tecniche di rappresentazione

Partendo dall'alto dello schema proposto nella figura 3.9 Vediamo quindi che la prima voce da considerare sono le entrate per ricavi. Queste saranno direttamente dedotte dal budget economico per quanto riguarda le vendite realizzate nell'anno di budget (anno N) e dallo stato patrimoniale dell'esercizio N-1 per quanto riguarda i ricavi provenienti da crediti non ancora incassati; esse saranno distribuite nel prospetto tenendo conto, come detto, della manifestazione finanziaria (es. fattura di vendita di gennaio con pagamento a 60 giorni vanno nel budget di marzo). Lo stesso procedimento verrà poi applicato ai costi di esercizio e ai debiti commerciali.

È bene ricordare che sarebbe preferibile che la redazione venga fatta per aree gestionali, in modo da evidenziare il contributo di ogni area alla determinazione del saldo di cassa finale. Oltre ai ricavi e ai costi che fanno parte della gestione corrente, altri tipi di esborsi da considerare sono il pagamento dei salari e degli stipendi, la cui determinazione è facilmente intuibile, senza poi dimenticare le uscite per imposte e tasse (con particolare attenzione alla determinazione dei saldi Iva). Si procede in seguito all'identificazione dei flussi inerenti alle rimanenti gestioni aziendali: tipica non corrente, accessoria, finanziaria, e del capitale di proprietà (aumenti di capitale, distribuzione dividendi ecc.).

Si arriva così all'identificazione del saldo di cassa finale previsionale, che può mettere in luce un avanzo o un disavanzo.

Il surplus o deficit così definito dovrà quindi essere allocato nel budget fonti impieghi, che per logica di costruzione viene dopo il budget di cassa, per poterne trovare l'adeguata copertura (deficit) o ottimizzarne l'impiego (surplus).

Inoltre, il risultato ottenuto dovrà essere utilizzato per il calcolo degli interessi attivi o passivi, a seconda del segno del saldo, e il cui importo sarà capitalizzato a budget economico.

Abbiamo quindi visto già a questo punto, come il processo di intera pianificazione finanziaria integra i diversi report, spesso l'uno complementare all'altro, e il cui utilizzo in sinergia permette di gestire la liquidità analizzandola sotto diversi punti di vista. Non ci resta quindi ora che andare a chiudere il ciclo analizzando i report di brevissimo periodo.

3.4. LA PIANIFICAZIONE DI BREVISSIMO PERIODO

La pianificazione finanziaria di brevissimo periodo si colloca a valle dell'intero processo di pianificazione e, a differenza delle altre, ha una funzione prettamente operativa. I report utilizzati per l'analisi della posizione finanziaria in questo lasso temporale sono principalmente due, il *cash flow forecast* e il *preventivo di tesoreria*.

Il primo presenta un orizzonte temporale di 3 mesi, solitamente con spaccate settimanali, mentre il secondo viene redatto normalmente su un periodo di 7 / 10 giorni. Vedremo poi come, andando ad analizzare la loro struttura, il grado di

dettaglio è via via maggiore al diminuire della durata del periodo preso in considerazione.

3.4.1. Il cash flow forecast

L'obiettivo principale del cash flow forecast è quello di fornire una visione dei flussi finanziari prospettici con sufficiente grado di dettaglio, attendibilità, e precisione, in modo da consentire il controllo preventivo della dinamica finanziaria aziendale (Mariani). Esso permette infatti di avere una visione trimestrale della posizione finanziaria netta, quindi in una posizione intermedia tra le manovre operative e le decisioni di founding e investing.

Figura 3.10 Esempio di cash flow forecast

	20-gen	31-gen	10-feb	20-feb	29-feb	10-mar	20-mar	31-mar
Saldo iniziale								
Area ordinaria								
Flussi in entrata								
Clienti Italia								
Clienti Usa								
Clienti Germania								
Clienti Francia								
Clienti U.K.								
Altri								
Totale flussi in entrata								
Flussi in uscita								
Fornitori Italia								
Fornitori Estero								
Stipendi								
Imposte e tasse								
Altri								
Totale flussi in uscita								
Totale flussi area ordinaria								
Area straordinaria								
Disinvestimenti								
Investimenti								
Altri								
Totale flussi area straordinaria								
Area finanziaria								
Accensione di finanziamenti a breve								
Estinzione di finanziamenti a breve								
Accensione e mutui								
Rimborso mutui								
Proventi finanziari								
Oneri finanziari								
Altri								
Totale flussi area finanziaria								
Totale ante manovra								
Manovra finanziaria								
Accensione nuovi finanziamenti								
Operazioni di impiego								
Interessi prospettici								
Totale post manovra								

Fonte : MASINELLI F. GIOVANELLI D., Tesoreria aziendale (Rielaborazione)

Come possiamo vedere dalla figura 3.10 Il cash flow forecast viene costruito su un orizzonte temporale di 3 mesi e suddiviso per settimana. Quest'ultima inoltre rappresenta anche il periodo di revisione del forecast da parte del tesoriere.

In esso vengono riportati tutti i flussi in entrata e in uscita della gestione caratteristica, fiscale, straordinaria e finanziaria. In questo caso il grado di dettaglio

delle diverse poste, a differenza del preventivo di tesoreria, viene mantenuto elevato, piuttosto simile quindi al budget di cassa, ma qui un orizzonte temporale più limitato permette da un lato, di fare previsioni più attendibili, dall'altro di poter verificare settimana per settimana eventuali criticità garantendo al tesoriere un buon margine temporale per l'attuazione di eventuali manovre.

I dati raccolti nel prospetto sono, a questo livello, ancora frutto di previsioni (ma ad altro grado di attendibilità) e derivano ancora una volta da fonti contabili o gestionali (scadenziari, archivi contabili ecc.) eventualmente integrate manualmente o automaticamente da informazioni di natura extracontabile.

In alcuni casi questo prospetto può prevedere anche una parte di dati a consuntivo (per esempio le prime settimane precedenti) sia per avere una case story utile al miglioramento delle capacità previsionali, sia per poter procedere all'eventuale analisi degli scostamenti rispetto alle previsioni precedenti.

3.4.2. Il preventivo di tesoreria

Seguendo il criterio della durata decrescente dell'orizzonte temporale arriviamo quindi all'ultimo report di tesoreria; questo è infatti costruito su base settimanale o di 10 giorni al massimo con una frequenza di elaborazione solitamente giornaliera⁸. Esso considera l'evoluzione di cassa dei flussi giornalieri, fornendo la proiezione dei saldi per singolo rapporto. Il grado di dettaglio diventa quindi elevatissimo, in quanto esso fornisce giorno per giorno l'ammontare dei flussi in entrata e in uscita, nonché il susseguente saldo disponibile, per singolo conto bancario. Inoltre, esso è uno strumento di elevata precisione: le fonti informative a cui attinge questo report devono essere estremamente attendibili; partendo quindi dagli scadenziari clienti / fornitori occorre obbligatoriamente integrare tutte quelle fonti informative esterne all'azienda che rendono più accurata la determinazione della data valuta effettiva (come per es. gli avvisi di pagamento cliente). Qualora poi fosse necessario inserire delle stime (ossia operazioni di cui importo, data valuta e rapporto bancario di riferimento non sono tutti allo stesso tempo conosciuti) è necessario evidenziarle di modo che si possano facilmente filtrare i risultati a seconda della volontà del tesoriere di includerle o meno nella proiezione dei saldi.

⁸ In realtà la frequenza di elaborazione può variare in base ad una serie di fattori relativi alla singola realtà aziendale, quale la dimensione, il numero delle transazioni, la presenza o meno di cash pooling che potrebbero rendere necessario aggiornare il prospetto più volte durante la giornata.

Figura 3.11 Esempio di preventivo di tesoreria

	11-gen	12-gen	13-gen	14-gen	15-gen	18-gen	19-gen	20-gen	21-gen	22-gen
Banca: XXX	Conto: 11111		Divisa: EUR							
Saldo iniziale										
Entrate										
Uscite										
Saldo pre-manovra										
Fido disponibile										
Manovra di tesoreria										
<i>Manovra di girofondo</i>										
<i>Manovra di fin/impiego</i>										
Saldo post-manovra										
Banca: YYY	Conto: 22222		Divisa: EUR							
Saldo iniziale										
Entrate										
Uscite										
Saldo pre-manovra										
Fido disponibile										
Manovra di tesoreria										
<i>Manovra di girofondo</i>										
<i>Manovra di fin/impiego</i>										
Saldo post-manovra										
Banca: Finale	Conto: Tutti		Divisa: EUR							
Saldo iniziale										
Entrate										
Uscite										
Saldo pre-manovra										
Fido disponibile										
Manovra di tesoreria										
Manovra di fin/impiego										
Saldo post-manovra										

Fonte : MASINELLI F. GIOVANELLI D., Tesoreria aziendale (Rielaborazione)

Dopo aver analizzato la sua costruzione e forma risulta facile comprendere l'obiettivo principale del preventivo di tesoreria, ossia quello di fornire al cash manager tutti gli elementi informativi necessari per gestire in modalità anticipata i saldi bancari. Vediamo quindi come il preventivo di tesoreria sia un prospetto

estremamente operativo: esso infatti è in assoluto lo strumento principe a supporto delle decisioni quotidiane relative alle manovre di tesoreria.

4. LA GESTIONE DEL PASSIVO

Come si è avuto modo di anticipare l'obiettivo basilare della tesoreria è quello di realizzare l'ottimizzazione della posizione finanziaria aziendale, minimizzando il fabbisogno finanziario residuo e quindi il costo della raccolta. Il tesoriere, di conseguenza, una volta individuato appunto il fabbisogno finanziario ha il compito di provvedere a un adeguato mix di capitale e debito in modo che il bilanciamento fonti – impieghi risulti allineato sotto il profilo temporale e adeguato quindi all'attività dell'impresa stessa.

Storicamente le fonti di finanziamento si dividono principalmente in *fonti di finanziamento esterne* e *fonti di finanziamento interne*, come riportato nella tabella sotto.

Le fonti interne comprendono l'autofinanziamento, che è una variabile aleatoria, e il disinvestimento, che si concretizza nello smobilizzo di asset non più profittevoli per l'azienda. Quest'ultimo si colloca tra le cosiddette operazioni di finanza straordinaria, in quanto viene effettuato una tantum sulla base di esigenze puntuali e non deve quindi andare a far parte delle strategie di finanziamento abituali.

L'autofinanziamento quindi risulta essere l'unica vera e propria fonte di finanziamento interna collegata alla gestione caratteristica, di immediata comprensione. Esso comporta sicuramente indiscussi vantaggi che derivano, in termini finanziari, alla riduzione della dipendenza verso altre fonti di

finanziamento, e in termini economici, dall'assenza di oneri finanziari ad esso connessi.

Nonostante ciò il solo autofinanziamento è spesso non sufficiente a supportare le esigenze finanziarie di un'impresa, a meno che questa non abbia dimensioni estremamente ridotte, e/o operi con processi operativi piuttosto artigianali poco influenzati dallo sviluppo tecnologico. Pertanto, in tutti gli altri casi in cui l'impresa, in quanto soggetto dinamico, è caratterizzata dalla naturale necessità di crescita, si rende necessario integrare all'utilizzo dell'autofinanziamento altre fonti esterne, ovvero acquisite da soggetti terzi all'impresa.

Passando quindi alle fonti esterne, queste possono prevedere il ricorso al capitale di rischio e al capitale di debito, nonché a forme ibride sviluppate in questi ultimi anni, come per esempio quegli strumenti appartenenti alla categoria del mezzanine financing.

Il *capitale di debito (Debt)* è costituito da quegli strumenti finanziari che predeterminano entità, distribuzione temporale e - ove previsto - garanzie relativamente al ritorno economico atteso. Esso per definizione comporta sempre una componente onerosa per l'azienda. Il *capitale di rischio (equity)* al contrario è costituito da quegli strumenti finanziari che non garantiscono contrattualmente una remunerazione, che viene legata all'andamento del risultato aziendale.

In questo capitolo andremo a soffermarci in particolare sulle forme di finanziamento a titolo di debito, in quanto rientra tra le funzioni specifiche della

tesoreria l'attività di individuazione della giusta combinazione di strumenti di finanziamento che meglio si adattano alle necessità dell'impresa (e non decisioni riguardanti il capitale proprio, che spettano solitamente al c.d.a.)

Il capitale di debito rappresenta una modalità di approvvigionamento ampiamente utilizzata dalle imprese, e mette a disposizione di quest'ultima un ampio portafoglio di strumenti di raccolta che si differenziano in ragione delle caratteristiche dello specifico mercato e della natura degli operatori.

Il ricorso al capitale di debito prevede solitamente due approcci a seconda del canale di approvvigionamento al quale ci si rivolge:

- a) *La negoziazione diretta* (c.d. private placement) con una o più specifiche controparti quali istituti di credito, società di leasing o di factoring. In questo caso il rapporto coesistente tra il prestatore e il prestatore di fondi è basato sulla cosiddetta informed finance, ossia la presenza di uno stretto rapporto tra i due soggetti instaurato attraverso la trasmissione di informazioni prevalentemente non disponibili al pubblico.
- b) *L'offerta diretta al pubblico* (private placement) attraverso la quale l'azienda si rivolge ai mercati azionari e obbligazionari.

Il maggior ricorso all'una o l'altra forma può variare da impresa a impresa, ma solitamente il ricorso al mercato è maggiormente diffuso nei paesi anglosassoni, in particolar modo negli Stati Uniti mentre i paesi Europei, in particolar modo l'Italia, hanno storicamente adottato una struttura delle fonti di finanziamento "banco-

centrica”, ossia orientata maggiormente agli istituti creditizi tradizionali piuttosto che al mercato.

Dopo aver visto una prima differenziazione delle fonti di finanziamento sulla base del canale di approvvigionamento, nei prossimi paragrafi scenderemo nel dettaglio di tali strumenti cercando di suddividerli sulla base della durata del vincolo contrattuale tipico di ciascuno di essi.⁹

Figura 4.1 Le fonti di finanziamento

Debiti a medio/lungo termine	Debiti a breve termine
<ul style="list-style-type: none">• Mutuo• Prestito obbligazionario• Cartolarizzazione• Leasing• Project financing• Prestiti sindacati (pool)	<ul style="list-style-type: none">• Aperture di credito in C/c• “Denaro caldo”• Crediti di firma• Anticipazioni garantite su titoli• Anticipazioni garantite su merci• Riporto di banca• Sconto commerciale• Factoring

Fonte: rielaborazione da: MANELLI M. PACE R. Finanza d’impresa. Analisi e metodi, Pag 296

⁹ L’utilizzo di questo criterio appare il più appropriato se teniamo conto del principio, qui esposto in via del tutto generale in quanto non specificatamente analizzato in questo lavoro, secondo il quale la struttura fonti – impieghi deve avere una sincronizzazione temporale; ossia il fabbisogno generato da impieghi di natura corrente deve trovare copertura in fonti elastiche, mentre il fabbisogno consolidato necessita di forme di copertura altrettanto consolidate.

4.1. I FINANZIAMENTI A MEDIO / LUNGO TERMINE

I finanziamenti a medio e lungo termine comprendono tutti quegli strumenti finanziari attraverso i quali le aziende possono reperire disponibilità liquide che saranno rimborsate durante un periodo che varia tra i 18 mesi e i 20 anni. Occorre inoltre ricordare che la distinzione tra debiti a lungo e breve termine deve tener conto anche dei tempi tecnici necessari all'accesso a tale forma di finanziamento. Per es. è ovvio che l'iter burocratico da affrontare per l'emissione di un prestito obbligazionario comporta tempistiche decisamente più lunghe rispetto a quelle per l'apertura di un fido. Tali tipi di finanziamento, nel rispetto del principio della correlazione temporale tra investimenti e finanziamenti, saranno quindi utilizzati per operazioni i cui impatti sono pluriennali, come per esempio sostenere l'acquisizione e/o l'ampliamento di immobilizzazioni produttive, per sostenere nuovi piani di investimento, o anche per operazioni di ristrutturazione del debito dovute a uno squilibrio finanziario¹⁰. Per questo motivo tali forme di finanziamento sono solitamente chiamate "di scopo", poiché vi è appunto la necessità di stabilire una relazione tra il prestito erogato e l'utilizzo di tali fondi.

¹⁰ Si pensi ad esempio a situazioni, purtroppo spesso ricorrenti nelle PMI, le quali hanno sostenuto per anni il loro piano d'investimento attraverso soluzioni finanziarie a breve termine

4.1.1. Il mutuo

Tra le forme di finanziamento più conosciute e tradizionalmente impiegate nelle imprese c'è sicuramente il mutuo. Esso si tratta appunto di un prestito bancario a medio lungo termine, a titolo oneroso, che è solitamente utilizzato per coprire fabbisogni finanziari consolidati. In base allo specifico impiego dei fondi ottenuti è possibile classificare il mutuo in:

- *Mutuo fondiario*: utilizzato solitamente per l'acquisizione / ristrutturazione di un bene immobiliare, prevede una durata che varia tra i 10 e i 20 anni. Generalmente esso viene accompagnato da una garanzia ipotecaria richiesta dall'istituto bancario e apposta sul bene oggetto dell'operazione;
- *Mutuo industriale*: utilizzato in genere per il finanziamento di progetti di investimento o comunque per la copertura di fabbisogni derivanti dalla gestione. La durata è solitamente inferiore in quanto viene spalmata su un orizzonte temporale compreso tra i 3 e i 5 anni.

Il principale costo associato al mutuo è il tasso d'interesse, che può essere fisso, ossia definito contrattualmente per tutta la durata del finanziamento, oppure variabile, ossia agganciato alla dinamica di uno specifico tasso quotato sul mercato (Euribor, Libor...). Oltre al tasso d'interesse vi sono poi solitamente altri costi connessi all'accensione di un mutuo, come per es.:

- Le spese di istruttoria per la concessione del finanziamento
- Il costo per l'iscrizione dell'ipoteca

- Eventuali spese accessorie come ad es. la sottoscrizione di polizze assicurative.

Il rimborso del mutuo avviene solitamente in rate periodiche, comprensive di una quota capitale e di una quota a titolo di interessi; i principi più impiegati per il calcolo di queste ultime sono:

- a) *A quote capitali costanti* (ammortamento italiano) la cui rata è decrescente perché composta da una quota capitale una quota interessi decrescente (in quanto calcolata sempre sul debito residuo)
- b) *A rata costante* (ammortamento francese) in questo caso la quota capitale è crescente e la quota interessi decrescente.

Il vincolo del piano di ammortamento inoltre può essere visto come un vantaggio legato all'uso di questa forma di finanziamento in quanto facilita la gestione dei cash flow e costituisce uno stimolo alla programmazione finanziaria.

4.1.2. La cartolarizzazione

La cartolarizzazione si configura come un'operazione finanziaria attraverso la quale è possibile trasformare elementi dell'attivo patrimoniale di varia natura, ma caratterizzati da un basso grado di liquidità, in titoli mobiliari facilmente smobilizzabili e dunque cedibili sui mercati finanziari. Il principale vantaggio di cui gode l'impresa è quello di poter trasformare in liquidità componenti dell'attivo

(principalmente crediti) altrimenti immobilizzati (almeno temporaneamente) ottenendo così le risorse necessarie a fronteggiare fabbisogni monetari emergenti dalla gestione. Il processo di cartolarizzazione può essere suddiviso in 3 macro-fasi:

- 1) individuazione di un insieme di elementi dell'attivo patrimoniale, principalmente crediti, caratterizzati dal requisito di omogeneità sia dal punto di vista giuridico che sotto il profilo finanziario;
- 2) Il portafoglio così selezionato viene quindi ceduto ad una società specializzata (SVP, *special purpose vehicle*);
- 3) La SVP in seguito alla ricezione dei crediti dalla società provvede ad emettere titoli obbligazionari negoziabili sul mercato finanziario. Il rendimento offerto da tali obbligazioni è funzione delle performance realizzate dal portafoglio di attività cedute e dunque l'emissione dei bond viene strutturata proprio in funzione dei flussi di cassa che si prevede di ottenere.

4.1.3. I finanziamenti in pool

Un'evoluzione del sopracitato finanziamento bancario strutturato dal classico rapporto banca impresa è rappresentata dai cosiddetti prestiti sindacati: questa modalità di finanziamento è spesso utilizzata da imprese di medio – grandi dimensioni che manifestano un fabbisogno di rilevante entità, spesso non gestibile

da un unico istituto di credito. Si procede così alla costituzione di un pool di banche, che provvedono sulla base di un accordo definito a erogare capitale, generalmente di importo elevato, alla società richiedente, condividendone così anche i rischi generati dall'operazione.

I soggetti coinvolti nella predisposizione di un prestito sindacato sono così individuati:

- La società richiedente il finanziamento;
- La banca arranger, ovvero l'intermediario che cura la predisposizione e l'organizzazione della procedura di finanziamento soprattutto attraverso la ricerca delle banche interessate all'operazione (la c.d. fase di sindacazione)
- La banca capofila, che si occupa della gestione del prestito;
- La banca agente, preposta alla gestione amministrativa del pool;
- Le banche partecipanti all'operazione, ciascuna impegnata a contribuire all'operazione con l'erogazione di una somma sulla base degli accordi intercorsi

Il ricorso a tale tipo di finanziamento prevede in genere un livello informativo altamente trasparente; pur restando quindi nei confini del prestito bancario, questo tipo di finanziamento presenta diverse condizioni tipiche delle operazioni di mercato.

Le forme tecniche in cui può concretizzarsi un prestito sindacato sono principalmente le seguenti:

- *Term loan*: costituito da un prestito di ammontare definito che può essere utilizzato dall'impresa affidata attraverso più operazioni e dunque in momenti diversi, pur nel rispetto dei tempi di prelevamento stabiliti nel contratto. Il capitale eventualmente non prelevato nei tempi previsti è automaticamente sottratto alle disponibilità dell'impresa.
- *Rolling credit facility*: offre la possibilità al soggetto finanziato di poter impiegare e prelevare le somme concesse attraverso operazioni successive anche andando oltre i termini previsti, senza che ciò riduca il l'ammontare complessivo del capitale prestato.
- *Linee di credito stand-by*: esso si configura come una sorta di apertura di credito nella quale le banche appartenenti a pool si impegnano a mettere a disposizione dell'impresa la somma concordata. A differenza della precedente forma viene a mancare il vincolo di scopo, ossia le somme prelevate dalla società non sono destinate a coprire uno specifico fabbisogno, bensì a costituire una diponibilità eventuale di una riserva di liquidità a cui l'impresa può ricorrere in particolari momenti della gestione.

4.1.4. Il leasing

Si tratta di una soluzione alternativa rispetto all'indebitamento bancario, solitamente utilizzato per finanziarie l'acquisto di un bene necessario allo

svolgimento dell'attività d'impresa. Esistono principalmente 2 tipologie di leasing: il leasing finanziario e il leasing operativo.

Il leasing finanziario è un contratto mediante il quale un intermediario finanziario (locatore) mette a disposizione dell'azienda utilizzatrice (locatario) un bene a fronte di un pagamento di un canone periodico. Al termine del periodo di uso del bene stabilito contrattualmente, il proprietario che non ne ha la proprietà ma soltanto il possesso, può decidere di riscattare il bene a fronte del versamento di un compenso prefissato.

Il ricorso al leasing comporta una serie di vantaggi per l'impresa locataria:

- Permette il potenziamento della struttura produttiva dell'impresa senza rilevanti mutazioni nella struttura finanziaria: il leasing infatti non irrigidisce la struttura degli impieghi ne appesantisce il mix delle fonti di finanziamento in quanto il bene risulta solamente in possesso del locatario e pertanto non appare tra le voci dell'attivo patrimoniale (fino a quando non viene riscattato).
- In alcuni paesi il leasing ha dei vantaggi fiscali rispetto a un investimento finanziato tramite altre forme di finanziamento classiche. La deducibilità fiscale dei canoni di leasing è di solito attuata in un periodo inferiore rispetto agli ammortamenti;
- Sul piano tecnico, consente di fronteggiare il rischio di obsolescenza.

- Rispetto al mutuo l'istruttoria è piuttosto semplificata (non sono richieste per es. garanzie reali), questo si traduce quindi in una maggiore snellezza delle procedure che precedono la concessione del finanziamento e quindi in una più rapida acquisizione del bene da parte del locatario.
- Sempre rispetto al mutuo, esse permette solitamente di finanziare il 100% dell'investimento, mentre per il prestito bancario tradizionale copre generalmente solo il 70% del valore dell'investimento.

Da quanto detto si desume subito il primo svantaggio, ovvero l'onerosità del leasing, che rimane comunque più elevata rispetto al normale mutuo.

Abbiamo visto come in pratica, nel leasing finanziario viene coinvolto un terzo soggetto, la società di leasing appunto, che di norma non è il costruttore del bene in oggetto, bensì un finanziatore che acquista il bene da locare dal produttore su indicazione del locatario e lo concede in uso a quest'ultimo.

Questa particolarità fa sì che il leasing finanziario sia di fatto una forma di finanziamento indiretto attuato con l'erogazione di un bene anziché di una somma monetaria. Appare evidente quindi che lo scopo principale del locatario sia la ricerca dei mezzi finanziari necessari per l'acquisto di un bene, che di norma rimarrà poi di proprietà della società a seguito del riscatto, spesso attuato in questo tipo di contratto.

Il leasing operativo, al contrario, perde la natura finanziaria tipica del precedente; non vi è infatti la presenza di un intermediario finanziario, il bene oggetto del

leasing viene concesso in uso al locatario direttamente dall'impresa produttrice. Anche l'obbiettivo è diverso: in questo caso lo scopo del locatario è quello di poter ottenere temporaneamente il mero possesso del bene. In pratica, il leasing operativo è piuttosto assimilabile a un noleggio di lungo periodo, con la differenza che la possibilità del riscatto rimane comunque presente.

4.1.5. I prestiti obbligazionari

Per completezza espositiva occorre ricordare che tra le fonti di finanziamento a medio / lunga termine si collocano anche i prestiti obbligazionari. Ciononostante ci limiteremo in questa sede a fare un accenno generale delle caratteristiche di questa forma di finanziamento che va aldilà delle funzioni tipiche della gestione della tesoreria e che merita sicuramente una trattazione specifica per comprendere a fondo la complessità e l'ampiezza di tale strumento.

Rispetto a tutti le forme di finanziamento viste finora il prestito obbligazionario si differenzia in primo luogo per il canale attraverso il quale vengono reperiti i fondi: in questo caso infatti, i prestiti obbligazionari si trattano di operazioni che si rivolgono direttamente (private placement) o tramite intermediari (investment bank) al mercato dei capitali.

In breve, il prestito obbligazionario si concretizza in strumenti finanziari (obbligazioni o corporate bonds) rappresentativi di un debito emesso da una società

e che, come tale, attribuisce al sottoscrittore / acquirente la qualifica di creditore della società stessa, garantendogli altresì il rimborso del valore nominale del capitale e il pagamento degli interessi periodici (cedole).

La modalità tradizionalmente più seguita per poter offrire titoli sul mercato è l'Offerta pubblica di sottoscrizione (Ops). Questa deve esplicitare le caratteristiche attribuite ai titoli quali:

- Il valore nominale
- La durata
- Le modalità di rimborso
- Il tasso d'interesse applicato
- Eventuali garanzie e diritti di prelazione

L'evoluzione dei mercati finanziari, che ha reso sempre più prospero lo sviluppo e la diffusione di questo strumento di finanziamento, è stato inoltre supportato anche da una legislazione sempre più favorevole alla modifica della struttura finanziaria delle imprese italiane, volendo agevolare sia l'apertura di queste ultime al mercato dei capitali sia la diffusione dei titoli di debito verso il pubblico dei risparmiatori.

Si può quindi sinteticamente concludere che l'accesso al mercato mediante emissione di strumenti di debito implica un forte cambiamento nell'approccio aziendale verso finanziatori rispetto ad un tradizionale rapporto banco centrico.

4.2. DEBITI A BREVE TERMINE

Il *funding* a breve termine, come anticipato, rappresenta il “core business” dell’ente tesoreria. Attraverso gli strumenti di pianificazione finanziaria visti nel capitolo precedente, quali cash flow forecast e preventivo di tesoreria, il tesoriere sarà ora in grado di selezionare tra la gamma degli strumenti di finanziamento a breve termine, la combinazione migliore per poter garantire all’azienda l’ottimizzazione dei flussi di liquidità.

Vediamo quindi in questo paragrafo quali sono le forme di finanziamento a breve a cui il tesoriere può attingere.

4.2.1. Le aperture di credito in conto corrente

Seguendo la definizione proposta dal Codice civile l’apertura di credito in conto corrente (o fido di cassa) si configura come “il contratto con il quale la banca si obbliga a tenere a disposizione dell’altra una somma di denaro per un dato periodo di tempo o a tempo indeterminato”. L’apertura di credito in conto corrente è caratterizzata da un elevato grado di elasticità che si sostanzia nella facoltà attribuita all’azienda di attingere nei modi e nei tempi che ritiene più opportuni alle somme poste a disposizione da parte della banca, consentendo così all’impresa di mantenere un soddisfacente livello di liquidità.

Per tale motivo il fido di cassa è lo strumento ideale per costituire una riserva d'elasticità. Altro vantaggio connesso a tale forma di finanziamento a breve termine l'assenza di garanzie reali. In realtà, va detto che a volte la banca, soprattutto nei rapporti con le piccole imprese, usa farsi riconoscere effetti cambiari a titolo di garanzia (aperture di credito garantite).

A monte della concessione del credito vi è una preventiva analisi eseguita dall'istituto di credito e finalizzato a valutare il merito creditizio dell'impresa attraverso l'attribuzione di un giudizio di rating.

A seconda delle modalità d'impiego previste dal contratto l'apertura di credito può essere:

- Per elasticità di cassa: qualora la banca non preveda al versamento di una somma specificata, ma offra la possibilità all'impresa di prelevare sul conto corrente risorse maggiori rispetto alle sue disponibilità. L'impresa cliente a sua volta si impegna ad effettuare versamenti periodici in grado di ripristinare la disponibilità sul conto, il quale si contraddistingue per la presenza prevalente di saldi attivi e soltanto in via occasionale di saldi passivi. Gli interessi passivi a carico dell'impresa sono calcolati in proporzione delle somme effettivamente utilizzate e limitatamente al periodo durante il quale il saldo c/c è negativo.

- **Ordinarie:** si tratta dell'ipotesi in cui l'impresa può attingere in maniera del tutto discrezionale alle risorse presenti sul conto corrente, facendo emergere anche saldi passivi che appaiono molto più frequenti rispetto a quelli attivi.
- **Semplici:** La banca mette a disposizione del cliente una somma prestabilita; gli interessi passivi sono contabilizzati sull'intero finanziamento concesso dalla banca, a prescindere dai tempi e dai modi di impiego dello stesso.

Le aperture di credito possono altresì essere distinte in funzione della loro scadenza in:

- **A.d.c. a scadenza fissa:** ossia quando l'accordo prevede una scadenza definita entro la quale il cliente è chiamato a restituire la somma ottenuta
- **A.d.c. a tempo indeterminato:** quando non vi è un termine prestabilito per la risoluzione del contratto
- **A.d.c. fino a revoca:** in questo caso la banca può chiedere in ogni momento e senza preavviso che il cliente saldi la propria posizione.

Il costo principale di tale operazione è definito senza dubbio dal tasso d'interesse, che come detto viene definito sulla base del merito creditizio dell'impresa; in genere tale tasso risulta essere maggiore rispetto a quello di finanziamenti a breve termine alternativi, in quanto l'elasticità offerta da questo strumento richiede sicuramente una remunerazione aggiuntiva. Altri elementi di costo aggiuntivi possono essere la commissione di massimo scoperto, il tasso di sconfinamento e ovviamente le spese relative alla gestione del conto corrente in generale, in quanto necessario all'accesso

4.2.2. Il denaro caldo (hot money)

Nel corso della sua gestione l'impresa può trovarsi nella necessità di dover tamponare improvvisi e non previsti fabbisogni finanziaria di breve periodo, eccedenti rispetto all'eventuale linea di fido accordato dalla banca a titolo di apertura in conto corrente. L'impresa può quindi far ricorso al cosiddetto denaro caldo ovvero finanziamenti a breve e brevissimo tempo – generalmente non superiore a 30 giorni – concessi dalle banche proprio per consentire alle aziende di far fronte a esigenze di cassa repentine.

L'iter procedurale necessario ad ottenere le risorse è quindi alquanto snello e veloce.

4.2.3. I crediti di firma

Nello svolgimento dell'attività aziendale il management può trovarsi a far fronte alla necessità di limitare o coprire determinati rischi che gravano su soggetti terzi con i quali l'impresa stessa intrattiene rapporti di natura finanziaria. In tali circostanze l'impresa può rivolgersi all'istituto di credito per ottenere una garanzia da far valere proprio nei confronti dei terzi; nascono così i crediti di firma che consistono nell'apposizione di una firma da parte della banca che configura un impegno che la banca medesima si assume a garanzia di un credito. L'impegno si traduce poi in un intervento di natura monetaria soltanto nell'ipotesi in cui l'impresa

affidata non sia in grado di far fronte alle conseguenze sorte per effetto dell'obbligazione assunta. I crediti di firma costituiscono dunque una forma di finanziamento indiretta, in quanto il ruolo della banca muta da erogatore di fondi a garante di determinate operazioni e, più in generale, della solvibilità dell'impresa cliente.

I principali strumenti tecnici attraverso i quali si realizza la concessione di crediti di firma sono i seguenti:

- *Accettazioni bancarie*

L'accettazione bancaria si configura come una cambiale tratta emessa da un soggetto (impresa) su una banca che si impegna ad accettarla apponendo la firma e dunque a pagare la somma definita sul titolo alla data convenuta (a scadenza) e a favore del beneficiario designato. La banca dunque si sostituisce all'impresa come debitore principale accollandosi l'obbligo di pagamento. Questo titolo di credito garantito dalla banca può essere poi ceduto sul mercato monetario; a seguito di tale collocamento l'impresa ne riceverà il valore di mercato acquisendo così un finanziamento indiretto da parte della banca. I principali costi che l'azienda deve sostenere sono le commissioni di accettazione versate alla banca e il tasso di interesse applicato all'importo della cambiale e rappresentativo della remunerazione offerta all'investitore acquirente del titolo.

- *Polizze di credito commerciale*

I c.d. commercial papers sono documenti nei quali si attesta l'esistenza di un debito contratto da un'impresa (emittente – debitore) nei confronti un'altra impresa (acquirente – creditore) a fronte di un finanziamento ottenuto dalla prima. La banca si inserisce nel quadro delineato assumendo il ruolo di garante - attraverso una fideiussione – dell'adempimento dell'obbligazione. Le componenti di costo dell'operazione sono rappresentate in primo luogo dal tasso d'interesse a favore della società creditrice al quale si aggiungono le commissioni richieste dalla banca per la garanzia di fideiussione.

- *Cambiali finanziarie*

Le cambiali finanziarie sono veri e propri valori mobiliari in quanto rappresentati da titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza compresa entro 1 e 36 mesi. Essi quindi hanno la funzione di raccolta di denaro presso i risparmiatori. Se fino qualche anno fa l'emissione di tali titoli era concessa solo alle imprese quotate, il Decreto Sviluppo (DL n. 83/2012) ha esteso questa possibilità anche a società non quotate che forniscano particolari garanzie di solvibilità; è proprio in riferimento a tale circostanza che si manifesta il sorgere di un credito di firma – offerto dalla forma tecnica dell'avallo o della fideiussione – prestato dalla banca a favore del suo cliente.

- Il credito documentato

Il credito documentato si configura come un'operazione di finanziamento impiegata soprattutto nelle transazioni internazionali ed è finalizzata principalmente ad assicurare la posizione del soggetto esportatore (creditore). I soggetti coinvolti in quest'operazione sono quattro: l'importatore l'esportatore e le relative banche. L'operazione si concretizza attraverso l'ordine dell'importatore alla propria banca di aprire un credito a favore dell'esportatore sul territorio di quest'ultimo. Tale credito può essere utilizzato dall'importatore mediante due clausole:

- Clausola d/p (documento contro pagamento): in questo caso l'esportatore prepara la documentazione e spedisce le merci. La banca controlla la documentazione (fattura, documenti di trasporto delle merci ecc.) e poi si fa spiccare una cambiale tratta dal suo cliente. Essa paga immediatamente all'esportatore ritirando i documenti che invia alla banca ordinante addebitandone l'importo.
- Clausola d/a (documento contro accettazione): l'esportatore spicca una tratta sulla banca emittente, con scadenza posticipata, e quest'ultima accetta la tratta (si obbliga cioè a un pagamento differito) ritirando i documenti che invia alla banca ordinante.

Queste operazioni coinvolgono le banche attraverso diverse funzioni: una funzione creditizia per l'eventuale finanziamento concesso all'importatore, nonché all'esportatore liquidando a vista la partita in caso di regolamento d/a, ed inoltre una

funzione fiduciaria che si esplicita nel controllo della regolarità dei documenti per conto dell'importatore.

4.2.4. Le anticipazioni garantite su titoli

Le anticipazioni garantite sono operazioni di finanziamento assistito da garanzia reale costituita da pegno su titolo o su merci di proprietà dell'azienda richiedente. L'azienda quindi cede in pegno attività reali / finanziarie contro l'anticipazione di un capitale da parte della banca. L'ammontare anticipato sarà determinato decurtando dal valore dei titoli o delle merci un interesse calcolato ad un certo tasso fisso più uno scarto di garanzia (solitamente intorno al 20%).

- *Anticipazioni garantite su titoli*

La caratteristica necessariamente richiesta ai titoli ceduti è che essi siano stanziabili, ossia facilmente negoziabili sul mercato in caso di esecuzione del pegno a seguito dell'insolvenza del debitore. Come detto, la banca applicherà uno scarto sul valore di mercato dei titoli, che sarà più elevato per tutti quei titoli (privati) che hanno un maggiore grado di variabilità rispetto ai titoli di Stato. Qualora tale fluttuazione determinasse una riduzione sensibile dei titoli in pegno rispetto all'importo iniziale la banca può richiedere all'azienda la reintegrazione del pegno con altri titoli o la riduzione del debito per il corrispondente importo.

▪ *Le anticipazioni garantite su merci*

Anche in questo caso le merci in oggetto dell'operazione devono possedere determinate caratteristiche, tra le quali:

- Negoziabilità
- Liquidabilità
- Facilità d'immagazzinamento
- Non deperibilità
- Prezzi alquanto stabili

4.2.5. Il riporto

Il riporto rappresenta un finanziamento di breve durata assistito da garanzia reale attivata attraverso il trasferimento della proprietà e particolarmente utilizzata per la copertura dei fabbisogni finanziari a brevissimo termine. Nello specifico il riporto è il contratto con il quale una parte – il riportatore – vende titoli all'altra parte – il riportato – contro un incasso di certo importo; il riportato si impegna poi a riacquistare dal riportatore, ad una certa scadenza, titoli della stessa specie, contro il pagamento di un prezzo stabilito.

A seconda del prezzo fissato per il riacquisto dei titoli si parla di:

- Riporto in senso stretto: il prezzo a pronti è minore del prezzo a termine.
- Riporto alla pari: prezzo a pronti è uguale al prezzo a termine

- Riporto con deporto: il prezzo a pronti è maggiore del prezzo al termine

Sotto il profilo giuridico i diritti patrimoniali (come la maturazione di dividendi) setta al riportato mentre i diritti amministrativi passano in capo al riportatore.

4.2.6. Sconto di effetti commerciali

Lo sconto di effetti commerciali si configura come un contratto attraverso il quale una parte (azienda) cede uno o più effetti commerciali (cambiali) alla banca, la quale anticipa il valore netto de titolo.

Il valore netto del titolo viene calcolato a partire dal valore stesso della cambiale diminuito del valore dello sconto commerciali, delle commissioni di incasso e provvigioni.

Anche in questo caso i crediti cambiari, per essere portati all'incasso, devono godere di particolari caratteristiche, detti requisiti di bancabilità. Sotto il profilo formale devono cioè:

- avere almeno 2 firme, una del cliente e l'altra dell'azienda cedente
- avere una scadenza non superiore a 4 mesi
- essere riempiti in ogni parte
- devono essere stati assolti gli obblighi di bollo, al fine di rendere il titolo esecutivo.

Sotto il profilo sostanziale deve invece:

- essere stata accertata la solvibilità dei debitori
- avere natura commerciale

Questa operazione di fatto è assimilabile ad una cessione del credito, il che fa sì che, sotto il profilo finanziario esso non rappresenta una vera e propria fonte esterna di finanziamento in quanto tale operazione non genera nuove fonti di finanziamento ma aumenta la liquidità (cash flow) a seguito della diminuzione delle disponibilità liquide differite. In altre parole, il valore complessivo del capitale circolante rimane invariato, pur avendo cambiato la sua composizione.

4.2.7. Il factoring

Il factoring rappresenta una forma di finanziamento di origine anglosassone e si concretizza mediante un contratto con il quale l'impresa cede tutti o parte dei propri crediti ad una società specializzata (Factor) la quale provvede ad anticipare le somme corrispondenti e ad offrire una serie di servizi correlati alla gestione dei crediti ceduti. All'interno del quadro normativo italiano il factoring resta un contratto atipico, ed è disciplinato dalla legge n. 52 del 1991 (relativa alla cessione dei crediti). Esso trova applicazione in presenza di determinati presupposti:

- il cedente deve essere un imprenditore;
- il factor deve essere una società o ente iscritto in un albo tenuto alla Banca d'Italia

- crediti che vengono ceduti devono avere natura commerciale, ossia scaturiti da contratti stipulati dal cedente nell'esercizio d'impresa

Rispetto allo sconto degli effetti commerciali e alla cessione del credito il factoring assume un ruolo di intermediazione finanziaria molto più ampio. In primo luogo, esso può riguardare la totalità del portafoglio crediti, inclusi anche da crediti futuri che sorgeranno da contratti non ancora stipulati. Esso, inoltre, come detto, può prevedere anche una tutta una serie di servizi aggiuntivi legati alla gestione all'incasso dei crediti stessi. Rispetto allo sconto inoltre, i crediti ceduti non hanno bisogno di essere rappresentati da titoli con specifici requisiti di bancabilità. Inoltre, viene meno la clausola obbligatoria, sempre specifica dello sconto, del "salvo buon fine". Infatti, il factoring può prevedere due tipi di cessione:

- Pro-solvendo: in questo caso il rischio di insolvenza resta a carico dell'impresa cedente. Questa forma di factoring viene solitamente utilizzata da piccole e medie aziende il cui scopo è quello di ampliare le proprie linee di credito e monetizzare in tempi rapidi i propri crediti.
- Il factoring pro-soluto: la finalità aggiuntiva che questa clausola attribuisce al contratto è quella di trasferire il rischio di insolvenza al factor. Questo tipo di cessione è evidentemente più oneroso rispetto al primo.

In rapporto alla forma, inoltre si configurano due diverse tipologie:

- Factoring notificato: si tratta della prassi più comune, che prevede che i debitori vengano informati della cessione dei crediti attraverso la notifica,

con i conseguenti obblighi di Codice civile. Le attività correlate alla gestione dei crediti sono a carico del factor;

- **Factoring Non Notificato:** i debitori non sono informati della cessione dei crediti ed il rapporto è limitato ai soli soggetti “cedente - factor”. Le attività correlate alla gestione dei crediti sono a carico del cedente. Questa prassi viene adottata nei casi in cui per motivi di natura commerciale il debitore non può venire informato della cessione che comunque viene formalizzata nel rapporto bilaterale tra il factor ed il cliente. Il pagamento da parte del debitore pertanto verrà disposto a favore di conti intestati all’azienda, che solitamente vengono vincolati a garanzia del factor (conti pledged).

I costi associati a questo tipo di contratto variano quindi a seconda dei servizi e delle garanzie associate ma sono principalmente rappresentati dagli interessi sulle somme anticipate e dalle commissioni di factoring.

Come è possibile dedurre dalle caratteristiche appena esposte, il factoring non costituisce una fonte di finanziamento esterna in senso stretto, in quanto l’azienda non acquisisce nuovi flussi finanziari ma trasforma in liquidità i crediti già esistenti; nonostante ciò esso consente alle aziende di ottenere una serie di benefici come:

- Migliorare la gestione del capitale circolante grazie alla monetizzazione dei crediti ceduti,

- Migliorare la gestione dell'indebitamento verso le banche, in quanto non si va ad appesantire la struttura delle fonti di finanziamento;
- Poter usufruire del know-how degli istituti finanziari per ottimizzare la gestione dei propri crediti.

5. LE FONTI DI FINANZIAMENTO IN EUROPA: UN CONFRONTO

CROSS - COUNTRY

Dopo aver analizzato quali sono i vari canali e strumenti di finanziamento a disposizione delle imprese, appare interessante proporre delle evidenze empiriche circa l'utilizzo di tali strumenti da parte delle imprese europee. Le fonti informative da cui saranno presi i dati e le considerazioni successivamente esposte vengono principalmente da due diversi paper¹¹ che riassumo i risultati di più indagini fatte nel corso della prima decade e mezzo degli anni 2000 in tutti e 28 gli Stati membri dell'Unione europea, integrati poi con dati più recenti ove possibile.

Come abbiamo già avuto modo di esporre in via del tutto generale l'Europa, soprattutto per quanto riguarda quelle nazioni rappresentative dei vecchi Stati membri, ha un sistema finanziario prevalentemente bancocentrico. In questi paesi quindi, le fonti di finanziamento vengono soprattutto dal canale bancario, con particolare preponderanza di strumenti classici quali il mutuo e il fido bancario. Dall'altra parte i paesi anglosassoni, incluso quindi anche il Regno Unito, hanno prevalenza a indirizzarsi direttamente ai mercati per la raccolta di fondi.

Fatta questa premessa, appare ovvio che le procedure di applicazione di regole bancarie via via più stringenti che si sono susseguite negli ultimi 20 anni (Basilea

¹¹ SME and Access to Finance, Observatory of European SMEs 2003, No. 2

Il finanziamento delle PMI nei principali paesi dell'UE durante la grande recessione, S. Bonsi e A. Bruzzo, 2015

II, Basilea III...) abbiano profondamente impattato l'accesso al credito delle imprese, soprattutto PMI, dando avvio a una trasformazione radicale del contesto di riferimento.

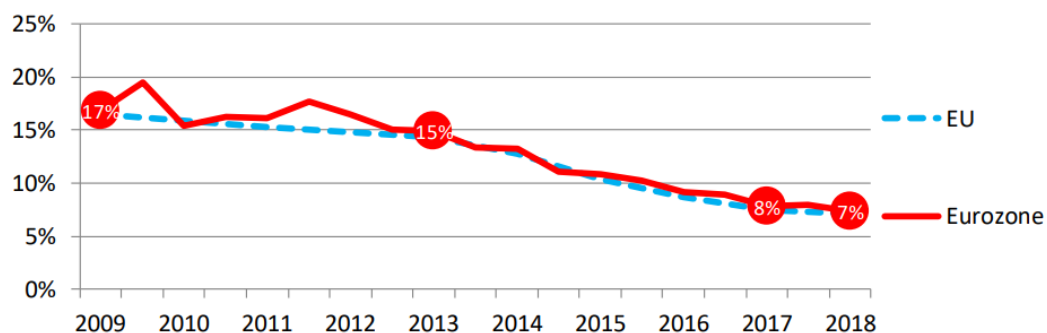
5.1. ALCUNI DATI SULL'ACCESSO AL CREDITO

Volendo deliberatamente omettere in questa sede le valutazioni tecniche dell'impatto delle nuove regole di Basilea (che meritano una trattazione approfondita per non rischiare di trattare con superficialità tale complesso argomento), un primo modo per poter effettivamente valutare l'efficacia del contesto normativo è quello di andare ad indagare circa il sentiment delle imprese riguardo la possibilità di accedere a fonti di finanziamento in modo agevole.

Per quanto riguarda la preoccupazione dell'accesso al credito da parte delle PMI, gli ultimi dati pubblicati sul report SAFE¹² indicano come solo il 7% delle piccole – medie imprese europee ritenga che l'accesso al credito sia una questione di primaria importanza. Rispetto al periodo immediatamente successivo alla grande crisi subprime tale preoccupazione si è dimezzata: il livello è diminuito progressivamente passando dal 20% nel 2009 al 7% del 2018.

¹² SME access to finance conditions 2018 SAFE results – EU

Figura 5.1 - Evolution of access to finance as the most important problem for SMEs.



Fonte: SAFI

Un' ulteriore indagine riportata in uno dei principali paper qui proposti approfondisce tale argomento rendendo nota la percentuale di imprese che ritengono che la disponibilità a concedere prestiti bancari sia rimasta invariata e di quelle che la considerano peggiorata nell'arco di tempo preso in esame (2009 – 2014). I valori totali a livello europeo, riportati nella tabella sotto ribadiscono che le PMI hanno ritenuto invariata la disponibilità delle banche a concedere prestiti, ad eccezione dell'anno 2009, in cui, coerentemente alle statistiche precedenti, è risultato più elevato l'impatto della crisi finanziaria sulle possibilità di accesso al credito delle PMI.

Figura 5.2 – Valori totali a livello europeo

ANNI	2009	2011	2013	2014	Media 2009- 2014
% di Imprese che ritengono che la disponibilità a concedere prestiti da parte delle banche sia invariata	32	38	39	56	41
% di Imprese che ritengono che la disponibilità a concedere prestiti da parte delle banche sia peggiorata	49	15	14	15	23

Fonte : S.Bonsi. *Il finanziamento delle PMI nei principali paesi dell'UE durante la grande recessione. Pag 60*

Per poter andare a verificare se la percezione delle imprese si riflette o meno nella realtà sono stati poi raccolti dati circa l'effettivo ottenimento di un finanziamento da parte delle imprese richiedenti. Il quadro dei valori totali a livello europeo conferma che la maggior parte delle imprese campione dell'indagine hanno effettivamente ottenuto il prestito richiesto.

Figura 5.3 - Valori totali a livello europeo

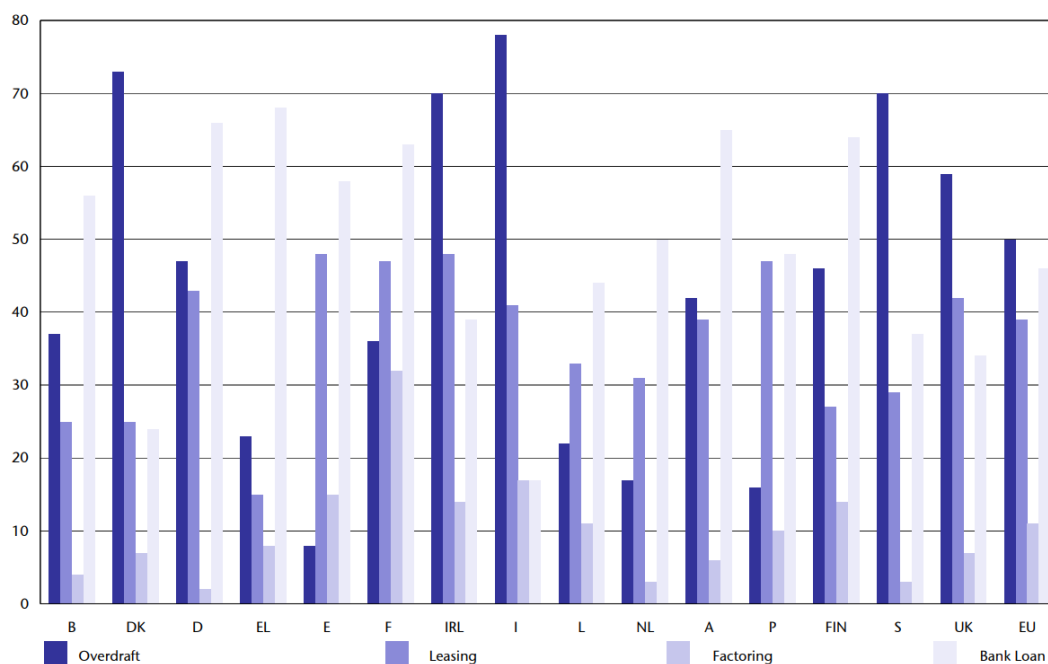
ANNI	2009	2011	2013	2014	Media 2009- 2014
% di Imprese che hanno richiesto il prestito e lo hanno ottenuto per intero	56	63	60	63	61
% di Imprese che hanno richiesto il prestito ma questo è stato respinto	17	12	13	14	14

Fonte : S.Bonsi *Il finanziamento delle PMI nei principali paesi dell'UE durante la grande recessione. Pag 60*

5.2. I PRESTITI BANCARI

Come abbiamo avuto modo di anticipare, le PMI europee si rivolgono soprattutto alle banche per acquisire i finanziamenti necessari al sostegno della loro attività. Per quanto riguarda i finanziamenti ottenuti attraverso il canale bancario possiamo vedere già dalla figura 5.4 che il mutuo e l'apertura di conto corrente sono i due strumenti più utilizzati dalla maggior parte dei paesi Europei.

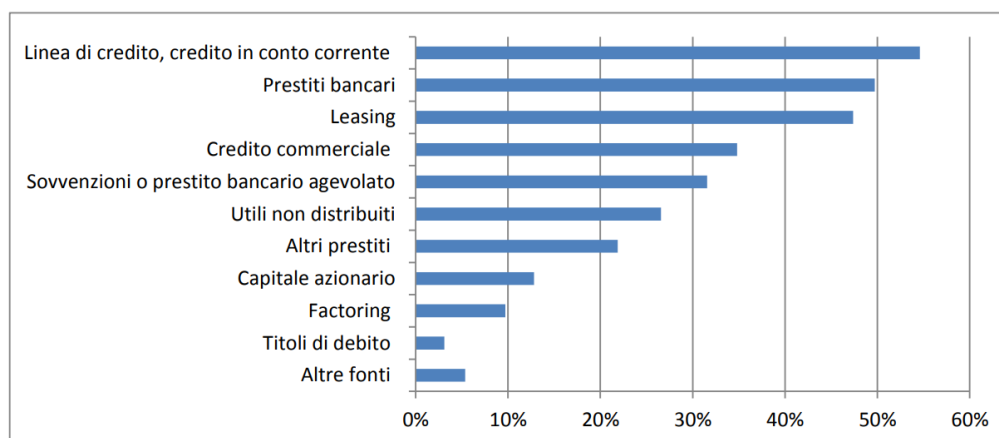
Figura 5.4 - Percentage of SMEs using debt financing in EU-15, by country.



Fonte: Grant Thornton, *The European Business Survey*, London, 2001.

Pur essendo l'apertura di conto corrente solitamente più onerosa del mutuo, questa è di solito maggiormente utilizzata dalle piccole e medie imprese per finanziare la propria attività. Tale tendenza viene confermata anche da uno studio più recente, come mostrato nel grafico 5.5

Figura 5.5 - Fonti di finanziamento esterne rilevanti per le PMI.



Fonte: Commissione europea/Banca centrale europea, 2015, *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*, risultati del 2016 riguardanti le PMI dell'UE.

Una ragione di tale evidenza può essere ritrovata nel fatto che l'apertura di conto corrente è una forma più flessibile rispetto al mutuo e richiede inoltre minori garanzie: infatti una delle ragioni principali della difficoltà di accesso al credito da parte delle PMI è appunto la mancanza di garanzie collaterali. Questo è soprattutto vero per le piccole e le medie imprese mentre per quelle di maggiori dimensioni il motivo sembra risiedere maggiormente nella non soddisfazione da parte della banca della documentazione fornita dall'azienda.

Figura 5.6 - Most important reason for not obtaining additional bank loans, by size class (in percent), in Europe-19

	0-9 employees	10-49 employees	50-249 employees
Not enough guarantee collateral	23	34	3
Bank not satisfied with business performance	7	4	17
Bank not satisfied with information given	5	10	20
Other reasons	55	38	47
Don't know/no answer	11	14	12
Total*	100	100	100

* The sum of each column is not always 100 %, due to rounding.
Data referred exclusively to those SMEs which did not receive all the additional required bank loans within the last three years.

Source: ENSR Enterprise Survey 2002.

Fonte: *SMEs and access to finance. Observatory of European SMEs 2003, No. 2*

Più in generale quindi è stato concluso che i finanziamenti a breve termine sono di solito maggiormente utilizzati dalle piccole imprese rispetto alle grandi imprese. Questa caratteristica può essere collegata al fatto che il fabbisogno finanziario delle PMI viene soprattutto dal capitale circolante piuttosto che dagli investimenti in immobilizzazioni. Tale risultato viene confermato anche da un'ulteriore indagine europea da cui risulta che il motivo principale per cui le PMI richiedono un finanziamento esterno è il mantenimento del magazzino e dei debiti commerciali, con lievi scostamenti da paese a paese.

Figura 5.7 – Valori a livello di singolo paese Europeo - % di imprese che utilizzano il finanziamento per il magazzino e i debiti commerciali

EU 28	2009	2011	2013	2014
Francia	69	71	65	34
Germania	60	49	54	39
Italia	42	48	32	29
Regno Unito	50	46	56	29
Spagna	42	31	28	25
Ungheria	23	28	36	22

Figura 5.8 – Valori a livello di singolo paese Europeo - % di imprese che utilizzano il finanziamento per terreni, edifici, attrezzature e veicoli

EU 28	2009	2011	2013	2014
Francia	20	15	20	9
Germania	44	49	41	12
Italia	35	43	58	15
Regno Unito	57	45	35	17
Spagna	43	48	55	16
Ungheria	72	66	52	12

Figura 5.9 – Valori a livello Europeo

ANNI	2009	2011	2013	2014	Media 2009-2014
% di imprese in che utilizzano il finanziamento per magazzino, debiti commerciali	44	52	46	14	39
% di imprese che utilizzano il finanziamento per terreni, edifici, attrezzature e veicoli	41	36	42	26	36

Fonte : S.Bonsi. Il finanziamento delle PMI nei principali paesi dell'UE durante la grande recessione. Pag 58

Un'altra significativa differenza tra le PMI e le imprese di più grandi dimensioni che vale la pena di considerare riguarda i costi che vengono applicati dalle banche alle une a altre. Risulta infatti un notevole svantaggio competitivo delle PMI rispetto alle grandi imprese, in quanto queste ultime hanno generalmente tassi di interessi minori rispetto alle prime.

Figura 5.10 -Interest rate spread between loan to SMEs and large enterprises, 2007 – 2014 (In percentage points)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Australia	0.96	1.84	1.71	1.63	1.57	1.78	1.87	1.75
Austria	0.42	0.43	0.56	0.47	0.37	0.48	0.51	0.53
Belgium	0.73	0.65	0.92	0.81	0.63	0.58	0.3	0.32
Canada	1.40	..	3.10	3.20	2.30	2.40	2.60	2.10
Chile	..	..	..	6.51	6.64	6.99	6.50	6.07
China	..	..	..	..	..	..	0.67	0.04
Colombia	7.56	8.89	10.34	11.43	12.28	12.33	11.97	12.36
Czech Republic	0.97	0.73	1.18	0.68	1.11	0.98	1.24	1.75
Denmark	0.83	1.07	2.02	2.20	2.39	2.54	2.85	2.87
Estonia	0.40	0.70	1.10	1.10	1.10	1.00	0.60	0.60
Finland	0.56	0.5	0.78	0.8	0.64	0.79	0.9	0.68
France	0.58	0.66	0.91	0.93	0.89	0.71	0.71	0.77
Georgia	..	..	..	2.89	1.40	1.68	0.37	0.69
Greece	1.04	1.11	1.46	1.36	0.62	0.39	1.33	0.69
Hungary	1.22	0.97	1.24	1.74	1.3	3.2	3.1	2.7
Ireland	0.28	0.48	0.76	1.02	1.35	1.53	1.54	1.8
Israel	..	..	..	2.00	2.47	1.91	1.5	1.44
Italy	0.6	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0	1.8
Korea	0.76	0.79	0.56	0.54	0.55	0.43	0.24	0.18
Malaysia	..	0.31	0.42	0.69	0.82	0.94	3.29	2.73
Mexico ¹	..	..	3.55	3.75	3.71	3.71	3.72	3.54
Netherlands	..	..	..	..	2.90	0.20	0.50	1.30
New Zealand	3.15	2.96	4.20	3.90	4.01	3.59	4.20	4.43
Portugal	1.76	1.72	1.87	2.25	2.01	2.16	1.85	1.60
Russia	..	..	..	..	..	..	2.00	..
Serbia	5.09	5.02	5.21	3.07	3.54	5.11	4.33	4.01
Slovak Republic	..	..	..	..	..	1.90	1.80	1.80
Slovenia	0.21	0.21	0.03	-0.02	-0.23	-0.03	0.31	0.33
Spain	0.63	1.20	1.46	1.21	1.59	2.31	2.10	1.91
Sweden	0.87	0.82	0.73	0.96	1.14	0.98	0.64	0.56
Switzerland	..	..	0.86	0.88	0.92	0.9	0.83	0.88
Thailand	1.20	1.31	1.42	..	2.65	1.50	1.30	..
United Kingdom	..	1.05	1.12	1.39	1.27	1.31	1.36	0.97
United States	1.21	0.88	0.83	0.86	0.88	0.97	1.02	0.92
Median Value	0.87	0.93	1.18	1.36	1.35	1.52	1.43	1.52

Notes: 1. Data for Mexico represents the spread between large and small companies. 2. Slovenian data refers to the interest rate spread between SMEs and large firms for loans smaller than EUR 1 million.

Source: Data compiled from the individual country profiles

Fonte: Financing SMEs and Entrepreneurs 2016 An OECD Scoreboard: An OECD Scoreboard. Pag. 45

La tavola in questione mostra lo spread tra i tassi d'interesse applicati alle PMI e quelli applicati alle grandi imprese nel periodo tra il 2007 e il 2014. Lo spread rimane positivo in ogni paese indicando quindi costi di finanziamento meno vantaggiosi per le piccole imprese, soprattutto durante il fulcro della crisi economica che ha peggiorato la percezione della rischiosità di quest'ultime da parte delle banche.

5.3. IL CREDITO COMMERCIALE

Il credito commerciale rappresenta un'altra tra le più utilizzate fonti di finanziamento delle piccole e medie imprese. In alcuni paesi Europei e per alcuni settori specifici il ricorso al credito commerciale è addirittura maggiore rispetto all'utilizzo dei prestiti bancari. Generalmente il ricorso al credito commerciale è maggiormente utilizzato dalle microimprese piuttosto che da quelle di medie dimensioni.

Figura 5.11 - Amounts owed to trade creditors becoming due and payable within one year, 2000, percentage of total capital.

	Manufacturing		Retail Trade		Transportation, Communication	
	Small	Medium	Small	Medium	Small	Medium
Austria	12.01*	8.53	21.17*	15.36	16.12*	9.49
Belgium	17.18	20.98	21.11	28.84	17.55	22.97
France	25.55	25.88	28.70	32.50	24.78	19.23
Finland	7.63	3.92	20.47	13.40	11.12	5.72
Germany*	13.23	10.80	24.21	19.01	n.a.	n.a.
Italy	23.94	26.46	31.82	39.99	13.89	21.76
Netherlands*	n.a.	8.37	n.a.	7.75	n.a.	7.30
Portugal	16.05	15.56	27.73	26.78	10.61	3.50
Spain	21.04	19.33	27.35	26.33	11.17	5.24
Sweden	10.84	16.93	18.01	22.24	10.68	11.67

Fonte: BACH Database: August 2003.

Questo può essere spiegato da diversi fattori, correlati tra loro, tra i quali:

- Un più difficile accesso delle microimprese ai finanziamenti bancari;
- Un'insufficienza di capitale netto causato spesso dai ritardi di pagamento da parte dei clienti.

In effetti esiste un rapporto diretta tra l'utilizzo del credito commerciale e il tempo medio di incasso dei propri crediti clienti (ipotizziamo infatti il caso limite in cui, in mancanza di altri fonti di liquidità, un'impresa dovrà necessariamente attendere l'incasso dei propri crediti verso clienti per poter pagare i propri fornitori).

Tale principio trova riscontro nei dati proposti: guardando ai dati della tabella 5.12 vediamo che il credito commerciale è maggiormente usato da paesi come Francia e Italia piuttosto che Finlandia e Svezia. Comparando ora questo risultato con i dati proposti dalla tabella seguente che mostra i tempi medi di incasso totali (che

considerano quindi i tempi medi contrattuali più i giorni di effettivo ritardo), vediamo che questi sono decisamente più lunghi in Italia (87) e Francia (56) e decisamente più contenuti in Svezia (34), andando quindi a creare una correlazione indiretta tra giorni medi di incasso e uso del credito commerciale.

Figura 5.12 - Payment behavior in Europe, 2001-2002, in days

	Payment target		Payment delay		Total	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Italy	64	66	24	21	88	87
Belgium	41	39	20	22	61	61
France	45	46	12	10	57	56
United Kingdom	29	31	28	23	57	54
Netherlands	26	26	21	20	47	46
Germany	23	23	18	17	41	40
Austria	25	27	13	10	38	37
Switzerland	24	22	16	14	40	36
Sweden	24	26	9	8	33	34

Fonte: Creditreform, Insolvenzen in Europa, Jahr 2002/2003 (Insolvencies in Europe, Year 2002/2003), Neuss 2003.

5.4. IL LEASING

Lo strumento del leasing appare essere una tra le soluzioni alternative al classico mutuo bancario che ha preso maggiormente piede in Europa nel corso dell'ultimo ventennio. Nonostante l'onerosità del leasing sia solitamente maggiore rispetto a quella delle forme tradizionali di finanziamento bancario, esso costituisce un'interessante fonte di finanziamento soprattutto per quelle piccole e medie imprese con livelli di fatturato (ancora) troppo ridotti ma con elevate possibilità di crescita. Questo potrebbe essere spiegato dal fatto che strategie espansive

richiedono ingenti immissioni di liquidità a supporto dei nuovi investimenti e la soluzione offerta dal leasing in questo caso appare più sostenibile in quanto il capitale non viene bloccato in immobilizzazioni senza una conseguente riduzione della liquidità.

Come mostrato dalle figure seguenti i beni che più spesso vengono acquisiti tramite leasing sono i macchinari industriali e i veicoli aziendali, tendenza che rimane invariata sia nella prima decade degli anni 2000 (tabella 5.13) che per la seconda decade (grafico 5.14)

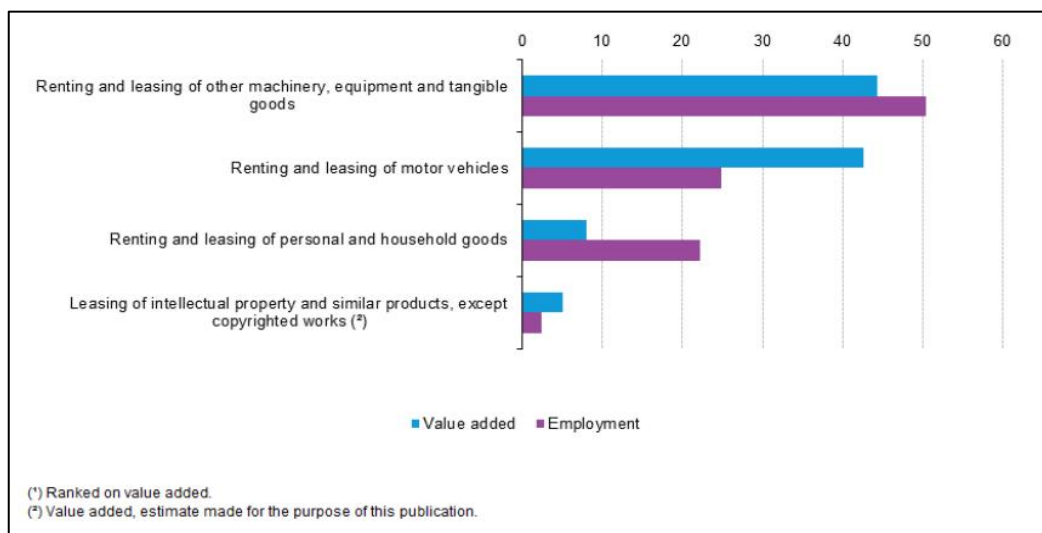
Figura 5.13 - Equipment leased by type of asset, 2001 (in percent). Fonte

	2001
Machinery and industrial equipment	25.0
Computers and business machines	13.9
Road transport vehicles	17.1
Motorcars	33.5
Ships, aircraft, railway, rolling stock	3.9
Others	6.6

Fonte: Creditreform, Insolvenzen in Europa, Jahr 2002/2003 (Insolvencies in Europe, Year 2002/2003), Neuss 2003..

Figura 5.14 - Sectoral analysis of rental and leasing activities (NACE Division 77), EU-28, 2012

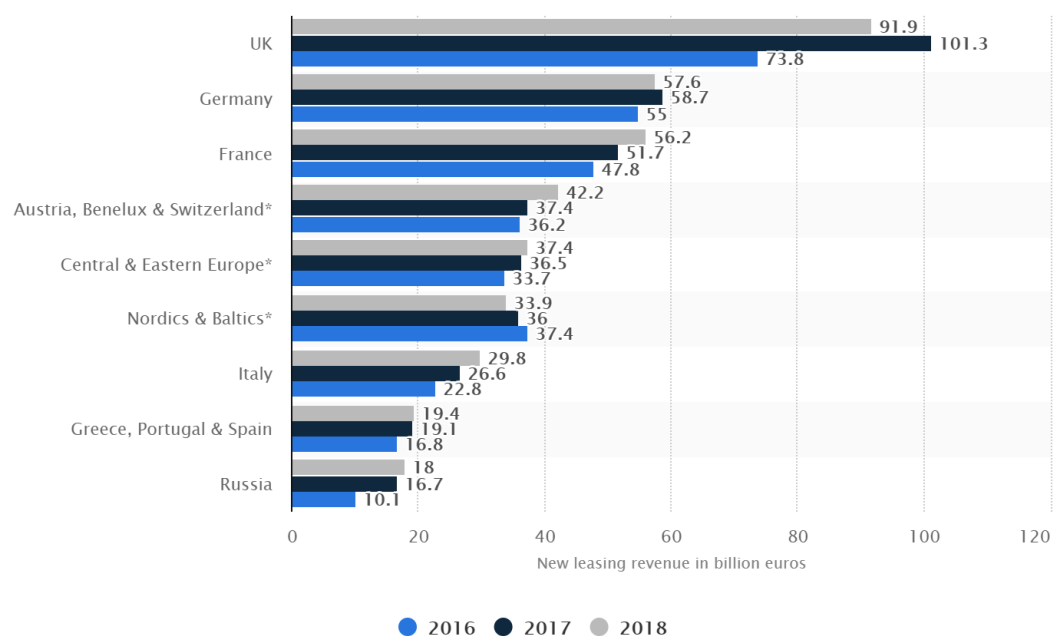
(1)(% share of sectoral total) -



Fonte: Eurostat (sbsna1aser2)

Per quanto riguarda la sua distribuzione per Paese, la derivazione anglosassone di questo strumento ne conferma la maggior diffusione del Regno Unito, seguito poi dai paesi quali Germania e Francia.

Figura 5.15 - Leasing volumes in Europe from 2016 to 2018, by region.

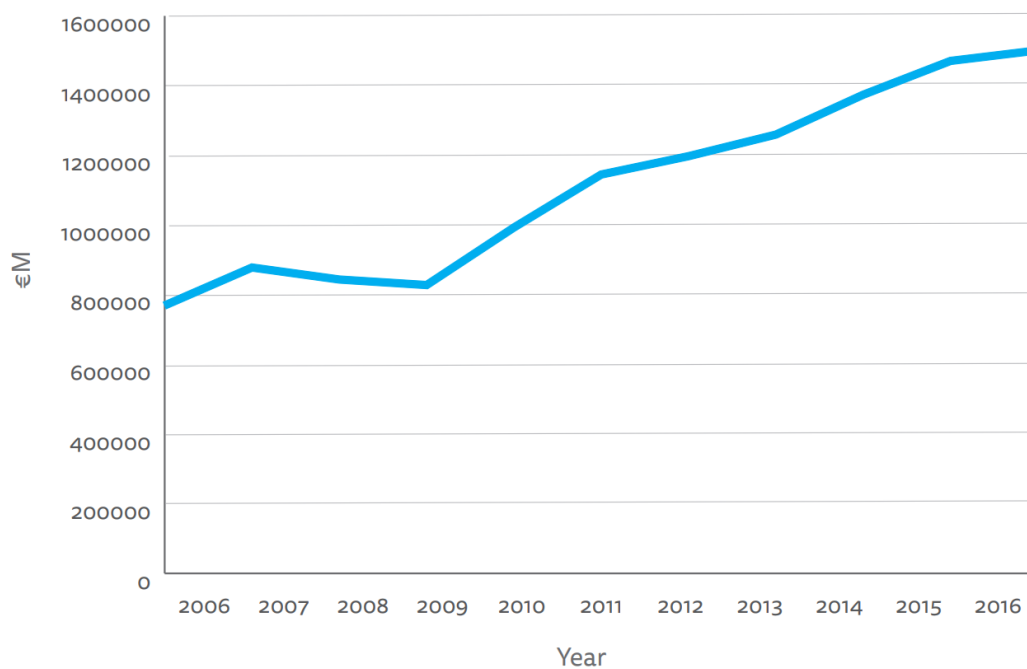


Fonte: Statista 2020

5.5. IL FACTORING

Un'altra grande famiglia di soluzioni finanziarie che permettono all'impresa di generare liquidità senza però appesantire la struttura delle fonti di finanziamento sono i contratti di Factoring. Anch'esso come il leasing sta assumendo una rilevanza sempre più importante per l'Europa.

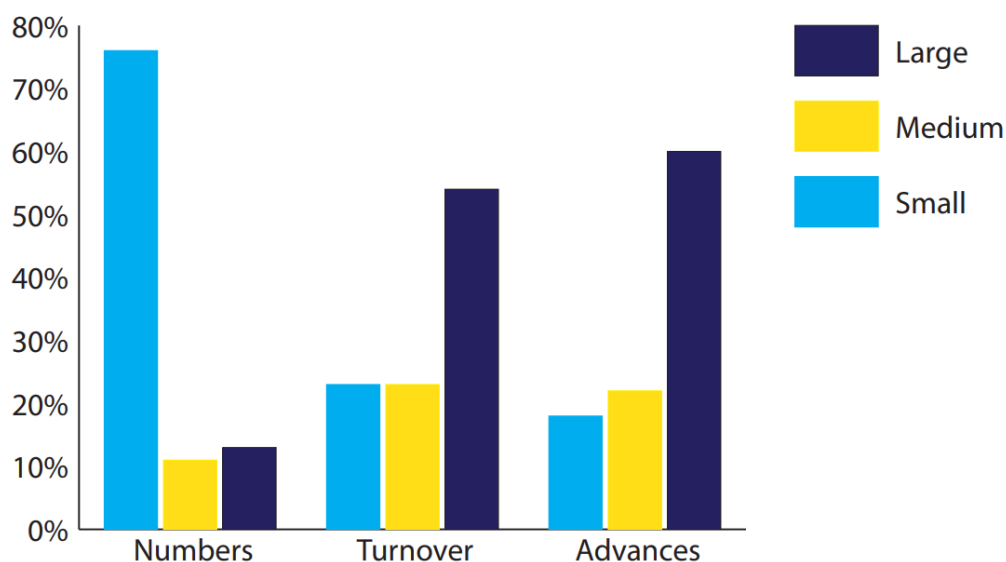
Figura 5.16 - EU Factoring Volume Growth 2006-2016



Fonte: EU Federation for Factoring and Commercial Finance

Anche il factoring è uno degli strumenti principalmente usati dalle piccole e medie imprese anche se stanno crescendo i benefici che l'uso di tali strumenti apporta anche alle imprese di più grandi dimensioni. Una ricerca UEF mostra infatti che, per numero di imprese, le PMI rappresentano la categoria che maggiormente fa ricorso a tale contratto.

Figura 5.17 - Comparison of (Factor) Clients by Company Size.



Fonte: EUF Whitepaper on Factoring 2015

Per quanto riguarda la distribuzione per singolo Paese, possiamo vedere già dal grafico iniziale di questo capitolo (Figura 5.1) che permangono tuttora delle differenze tra gli Stati membri dell'Unione europea, dovuti sia alle differenti culture finanziarie nazionali, sia per esempio alla presenza o meno di politiche statali volte al supporto di questo strumento. Un chiaro esempio ne è la Spagna, in cui, nel corso dei primi anni 2000 il turnover delle società di Factoring ha visto un aumento del 300%¹³ dovuto a cambiamenti legislativi, tramite l'introduzione della Nuova legge

¹³ Greater London Enterprise Ltd., Analysis of Use of Factoring, Brussels, 2003.

del Sistema Finanziario (Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero), che, almeno indirettamente, promuoveva l'uso di tale strumento.

Altra differenza notevole è tra i paesi del Nord Europa e quelli del Sud Europa: vediamo infatti che in paesi come la Francia l'uso del factoring è molto più diffuso (il 32% delle imprese ne beneficiano) rispetto a paesi quali la Svezia (3%)¹⁴.

Questo potrebbe essere ancora una volta legato a quanto esposto nel paragrafo 5.3 circa i tempi medi di incasso. Le imprese che infatti hanno tempi medi di incasso piuttosto brevi trarrebbero meno benefici nel sostenere costi per farsi anticipare i propri crediti rispetto a imprese che invece vedono i propri crediti permanere in bilancio per lunghi periodi a causa di tempi medi di incasso allungati.

5.6. RIASSUNTO DELLE INDAGINI

In conclusione di questo capitolo andiamo quindi a riassumere brevemente i risultati delle indagini e degli studi proposti che ci offrono un sintetico, ma efficace quadro della struttura finanziaria delle imprese europee:

- ✓ Nonostante la crescita di fonti di finanziamento alternative, la struttura delle PMI Europee resta prevalentemente bancocentrica: il più utilizzato canale di finanziamento resta a tutt'oggi il ricorso al debito bancario e la

¹⁴ Grant Thornton, European Business Survey, London, 2001.

dipendenza dal sistema bancario sarà una caratteristica anche del prossimo futuro;

- ✓ In molti paesi europei il finanziamento a breve termine è superiore nelle PMI rispetto alle imprese di più grandi dimensioni; tale risultato è spiegato parzialmente dalla maggiore necessità di capitale circolante delle PMI;
- ✓ Per quanto riguarda il costo del finanziamento le PMI presentano un netto svantaggio competitivo vedendosi applicati in modo continuativo negli anni tassi di interessi più elevati rispetto alle grandi imprese;
- ✓ Nonostante quanto detto sopra, la maggior parte delle imprese europee non ritiene che l'accesso al credito sia il principale problema di cui preoccuparsi;
- ✓ Nel corso del periodo 2009 – 2014 il 61% delle imprese europee hanno ottenuto il finanziamento richiesto; a livello di singolo paese nessuno ha avuto valori inferiori al 50%;
- ✓ Le ragioni che spiegano la mancata concessione del finanziamento variano a seconda della dimensione dell'impresa: se per le PMI è la mancanza di garanzie collaterali che rendono più difficoltoso l'accesso al credito, per le grandi aziende, sono soprattutto la scarsità di informazioni richieste e modesti risultati economici.

6. IL CASO GP BATTERY MARKETING

6.1. PRESENTAZIONE DEL GRUPPO

La società Cebon Group nasce nel 1985 a Göteborg, in Svezia, grazie a tre amici, che in pieno spirito imprenditoriale, cominciarono a commercializzare pile a bottone, dando così avvio ad una realtà aziendale che opera ormai da oltre 30 anni nella commercializzazione delle batterie alcaline e ricaricabili, sia a livello consumer che industriale.

Nel 1991 la società Cebon comincia quella che ad oggi è la sua più importante partnership per la fornitura dei propri prodotti con la società GP International, ad oggi fornitore principale del gruppo.

Nel corso degli anni il gruppo Cebon riesce con successo nel processo di internazionalizzazione della propria impresa familiare: esso infatti riesce a consolidare la propria presenza dapprima nel mercato nordeuropeo, attraverso l'apertura di filiali in Danimarca, Finlandia e Norvegia (che formano oggi il gruppo GPBM Nordic) e poi nel mercato sudeuropeo, con la creazione delle società GPBM France e GPBM Italy. Ad oggi il gruppo può contare su un organico di più di 110 collaboratori raggiungendo un fatturato annuo di 550 milioni di Corone svedesi (50M euro).

L'azienda che prenderemo in esame rientra quindi nella categoria di piccole medie imprese che hanno avuto uno sviluppo multinazionale.

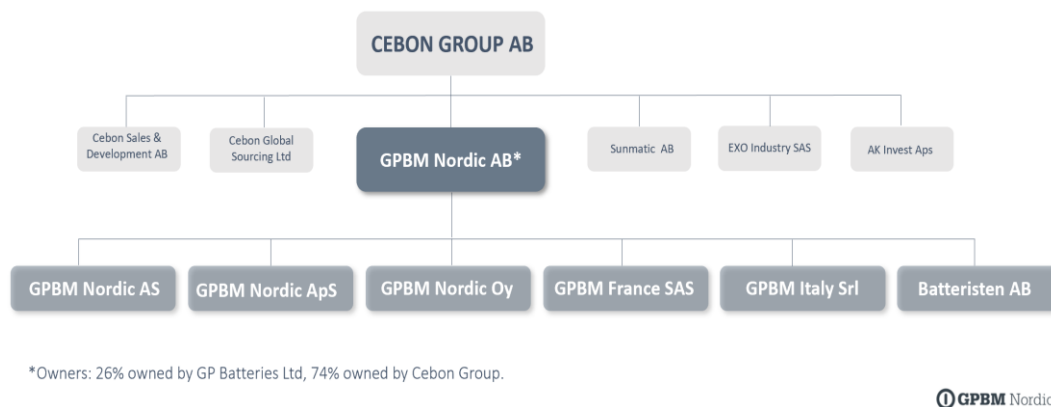


Figura 6.1 La struttura di CEBON GROUP AB

6.1.1. Struttura e organizzazione interna

Prima di procedere all'analisi tecnica dei processi di pianificazione finanziaria attuati dal gruppo aziendale preso in esame risulta utile fare qualche considerazione aggiuntiva riguardo la sua organizzazione interna.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, così come esaminata nel primo capitolo, possiamo dire che il gruppo Cebon rientra tra quei casi di struttura ibrida in cui la gestione economico – finanziaria è centralizzata per paese. Tutte le funzioni di back office della gestione della tesoreria sono attribuite ai vari uffici competenti del singolo paese e i rapporti con gli istituti finanziari sono generalmente gestiti dai manager locali. Per quanto riguarda le attività di middle office e front office, esse invece fanno capo al direttore finanziario e al tesoriere; in tale modo la capogruppo (GP Nordic) può assicurare una strategia finanziaria coerente e condivisa tra tutte

le società. A tale riguardo inoltre, precisiamo fin da subito che la maggior parte dei report finanziari e delle statistiche aziendali che saranno presentati vengono formulati a livello di gruppo e non di singola azienda.

Per quanto riguarda l'organizzazione del business, il gruppo si struttura per Business Unit, seguendo quindi i principali segmenti di mercato in cui GPBM opera:

- GP Consumer division: il segmento consumer è costituito da due aree prodotto: energia portatile e illuminazione. Tale portafoglio prodotti si indirizza in particolare verso il commercio al dettaglio;
- Industrial division: la divisione industriale del gruppo opera in partnership alle attività di OEM e MRO fornendo batterie e sistemi di accumulo a forte grado di customizzazione;
- Safety division: operante sotto il marchio Housegard si rivolge al settore della sicurezza antincendio.

La divisione per Business Units appena descritta ha quindi un riflesso sulla gestione economico – finanziaria: come vedremo più avanti nello specifico infatti, la reportistica aziendale sarà suddivisa seguendo questa logica, attraverso la preparazione di budget e P&L dedicati per ogni BU.

6.2. IL WORKING CAPITAL MANAGEMENT

Come abbiamo visto in linea teorica nel terzo capitolo, il capitale circolante netto è composto dai crediti verso clienti, dalle scorte di magazzino, e dai debiti verso fornitori.

In questa parte andremo quindi a vedere come ogni suddetta componente impatta sulla gestione della liquidità del gruppo e quali sono le politiche aziendali che GPBM attua per loro ottimizzazione.

6.2.1. I crediti verso clienti

Per quanto riguarda le politiche di concessione del credito alla clientela, le linee guida aziendali adottano una differenziazione che si basa principalmente sul volume di business per cliente. In linea generale i clienti vengono così classificati:

- Nuovi clienti / clienti occasionali: per tale categoria di clientela non viene concesso alcun tipo di affidamento, perlomeno non nella fase iniziale del rapporto. Per tutti gli ordini da parte di nuovi clienti viene quindi richiesto il pagamento anticipato per poter procedere alla spedizione dell'ordine;
- Small customer: per i clienti già fidelizzati ma che presentano un volume contenuto di ordini, il pagamento richiesto è solitamente a 30 giorni. Per quanto riguarda l'ammontare del credito concesso esso viene stabilito di volta in volta per ciascun cliente sulla base di informazioni circa la solvibilità dell'azienda estratte dal database CreditSafe. Qualora, in

presenza di un nuovo ordine, un cliente oltrepassi il limite di fido concesso o qualora presenti degli insoluti, la finalizzazione di tale ordine sarà subordinata al pagamento delle fatture aperte o scadute.

- *Big customers / Key accounts*: per i clienti di più grandi dimensioni, solitamente del settore Industry o le grandi catene di distribuzione, i termini di pagamento applicati sono in genere di 60 giorni.

I termini finora indicati sono applicati per tutte le società del gruppo (GPBM Nordic, GPBM France) eccetto che per l'Italia, in cui, come noto, i tempi medi di incasso sono generalmente più lunghi. Per poter dunque applicare delle politiche che siano in primo luogo adatte al mercato a cui ci si riferisce, i termini di pagamento adottati dalla sola società italiana sono:

- 60 giorni per i piccoli clienti
- 90 / 120 giorni per quelli di maggior rilievo

Il principale indicatore utilizzato per verificare l'andamento dei crediti è il classico indice di durata media dei crediti commerciali (DSO):

$$DSO = \frac{\text{Account receivables (Average or the group)}}{\text{Sales + VAT}} \times 365$$

L'ammontare delle vendite, dedotto dal conto economico, viene poi normalizzato applicando un Iva stimata con aliquota del 24% (media dei paesi). Il valore medio a livello di gruppo ruota intorno ai 50 giorni. Tale valore è considerato accettabile

dal management in quanto in linea con i giorni di dilazione medi concessi e con la politica di limitare al massimo i ritardi di pagamento.

Rispetto a tale media si può notare uno scostamento interessante nella filiale italiana e quella finlandese. Infatti, se le sedi della Francia, della Svezia, della Norvegia e della Danimarca si attestano tutte più o meno sullo stesso livello del DSO, la società finlandese presenta valori nettamente più bassi, nell'ordine di circa 30/40 giorni necessari per l'incasso di un credito commerciale. La società italiana, al contrario, presenta valori di gran lunga superiori alla media, tale fatto è dovuto principalmente alle diverse politiche di affidamento applicate. Tale osservazione ci è sembrata interessante in quanto, riprendendo la tabella 5.11 (paragrafo 5.3) che riflette l'utilizzo del credito commerciale nei diversi paesi europei, vediamo che le statistiche della nostra azienda sembrano essere coerenti con i dati a livello europeo. Per il canale retail le aziende finlandesi hanno infatti la minor percentuale di crediti scaduti mentre l'Italia presenta in assoluto i valori più elevati.

Accanto alla politica sopra citata di limitare il più possibile i ritardi di pagamento, l'azienda segue anche la linea di limitare al massimo gli sconti per pagamento anticipato. Anche se alcuni clienti "storici" hanno visto mantenersi sconti dell'1-2% (principalmente per vincoli contrattuali) tale scelta non è più ritenuta essere economicamente conveniente. Se infatti sotto il profilo finanziario vi potrebbe essere un beneficio derivante dalla diminuzione dell'investimento in CCNc, in termini economici lo sconto rappresenta un costo, e lo è ancora di più in questo

periodo in cui i tassi di interesse sono decisamente bassi. La scelta di mantenere investimenti in capitale circolante, infatti, dipende anche dal costo del capitale: è noto che un basso costo del capitale, come in questo caso, induce a incrementare il circolante.

6.2.2. GPBM France e il factoring

Discorso analogo a quello degli sconti per pagamento anticipato può essere fatto anche circa la convenienza dell'uso dei contratti di factoring. All'interno del nostro gruppo la sola società che ricorre a questo strumento è la filiale francese. Il contratto di factoring è stato stipulato dalla precedente amministrazione da ormai più di dieci anni. Esso si presenta principalmente come un factoring “nudo” senza cioè l'utilizzo dei servizi aggiuntivi di gestione del credito, che rimane di competenza della filiale. Sotto il profilo del rischio di credito si tratta di factoring pro-solvendo, e prevede la cessione in modo continuativo dell'intero portafoglio crediti.

Se è vero che, come abbiamo visto nel capitolo precedente, il factoring rappresenta spesso una soluzione per liberare liquidità dal capitale circolante netto, nel caso della nostra azienda, la sostenibilità di tale scelta è stata ultimamente soggetta a rivalutazione. Questo perché, in primo luogo, i costi generati dagli interessi attivi e dalle commissioni sono estremamente elevati; inoltre vi è tutta una serie di costi indiretti, difficilmente quantificabili, legati per esempio all'adeguamento dei

sistemi informativi aziendali (erp) necessari per l'espletamento del contratto di factoring o i costi in ore / lavoro dei dipendenti che si occupano del follow up amministrativo / contabile del processo di cessione del credito.

D'altro canto, la convenienza legata all'immissione di liquidità conseguente alla cessione dei crediti è sempre meno evidente, principalmente per due ordini di motivi. La prima ragione è legata al carattere continuativo della cessione, che quindi non fa altro che traslare nel tempo l'incasso dei crediti. Al contrario, secondo la nuova direzione, il factoring portrebbe essere di maggiore utilità se utilizzato in modo puntuale, ossia solo quando vi è un' imminente necessità di "fare cassa".

La seconda ragione può essere ricercata in un accorciamento dei tempi medi d'incasso della società francese, sempre più in linea con quelli della casamadre nordeuropea, che rende quindi meno utile il ricorso a un contratto di factoring. La stipula di tale contratto infatti è avvenuta quando in Francia non vi erano ancora vincoli normativi (introdotti poi dalla Loi de modernisation de l'économie n° 2008-776) che limitavano a 60 giorni le dilazioni di pagamento, facendo sì che i crediti venissero incassati in media oltre i 90 giorni.

Quando quindi viene a mancare quello che è stato definito come la "financial effectiveness", ossia la capacità di uno strumento o una strategia di massimizzare nel lungo termine la performance finanziaria (Omodi – Ochieng, 2018) diventa opportuno rivalutare se l'utilizzo di tale strumento sia effettivamente la migliore opzione per l'impresa.

6.2.3. Le rimanenze di magazzino

Volendo riportare un'analogia utilizzata dal nostro CFO possiamo vedere il capitale circolante come il risultato di una gara di formula 1. Per la nostra azienda il portafoglio crediti è rappresentato dal tempo passato al pit-stop: è vero che esso costituisce un elemento da considerare per la buona riuscita della gara, ma alla fine l'impatto sull'esito è comunque di una manciata di minuti in più o in meno. Quello che invece ha la maggiore influenza sul capitale circolante sono le rimanenze di magazzino: esse rappresentano quindi il pilota, l'unico attore principale che può determinare il risultato della corsa.

Se è vero infatti che nelle imprese non industriali in generale sono gli investimenti in capitale circolante ad essere preponderanti, è anche vero che in particolar modo nelle imprese di distribuzione non al dettaglio ma all'ingrosso, come appunto GPBM, il credito commerciale rappresenta un elemento non separabile dalla vendita. Per questo quindi, oltre un certo livello, non c'è più spazio di manovra per poter comprimere il credito commerciale per ottenere liquidità dal CCNc.

Il fattore sul quale, secondo il management, bisognerebbe porre maggiore attenzione sono invece le scorte di magazzino.

Negli ultimi cinque anni l'inventary turnover ratio ha avuto un valore medio di circa 3, ossia i prodotti hanno una permanenza media in magazzino di 120 giorni. Pur essendoci stato un lieve miglioramento negli ultimi anni (da 2.9 nel 2017 a 3.26 del 2019), il management ritiene che un tasso ottimale per la nostra azienda sia

nell'ordine di 5. Per la determinazione di tale livello di scorte da detenere in magazzino, l'impresa ha tenuto conto di diversi fattori. Tra i fattori endogeni, il primo elemento da considerare sono chiaramente le previsioni di vendita stabilite nel budget economico. Come abbiamo visto nei precedenti capitoli infatti, il volume delle attività produce importanti impatti sull'intero capitale circolante netto e sui suoi elementi costitutivi. Occorre poi tener conto anche delle peculiarità dei singoli prodotti, ossia se vi sono prodotti che presentano particolari constraint per essere riforniti. Altro elemento significativo per la nostra azienda sono i grandi contratti di fornitura per i clienti Industry, i quali richiedono spesso alte garanzie di fornitura di prodotti customizzati per i quali è necessario quindi prevedere un livello di scorte adeguato.

Tra gli elementi esogeni troviamo invece, primo fra tutti, i prezzi dei prodotti, che nel nostro caso sono influenzati soprattutto dal tasso di cambio. L'azienda infatti acquista in valuta estera (USD) e le aspettative al rialzo o al ribasso del cambio €/€ devono essere considerate per la determinazione del livello delle scorte.

6.2.4. I debiti vs fornitori

L'ultimo elemento del capitale circolante netto rappresentativo del passivo corrente sono i debiti verso i fornitori. Nel caso della nostra azienda questo sembra essere l'elemento meno controllabile. Infatti, anche se il momento preciso dell'esborso per

il saldo di un debito verso un fornitore è deciso in ultima istanza dall'azienda, i termini di pagamento applicati sono solitamente il risultato della forza contrattuale dei fornitori.

In questo contesto il gruppo GPBM sembra comunque avere una buona posizione; il principale fornitore dei prodotti commercializzati, GP International, è un fornitore storico, con la quale la nostra azienda detiene stretti rapporti commerciali da oltre trent'anni.

Questo fa sì che, nonostante i termini contrattuali di pagamento inizialmente stabiliti siano di 60 giorni, accordi extra contrattuali permettono a GPBM di allungare i tempi di pagamento fino a 90 giorni, permettendo quindi di escludere dal ciclo monetario i tempi di consegna della fornitura (circa 1 mese).

6.3. FINANCIAL PLANNING PROCESS

Come abbiamo avuto modo di vedere all'inizio del capitolo il gruppo GPBM si tratta di un gruppo di piccole e medie imprese in cui le decisioni strategiche vengono prese principalmente dal management della casa madre e a livello dell'intero gruppo. Questo fa sì che anche i principali report economici – finanziari siano formulati principalmente a livello di gruppo e non di singola società. Il fatto che le principali manovre sia strategiche che più prettamente operative siano in

mano al tesoriere del gruppo fa sì che esso possa comunque avere una visione d'insieme dei flussi monetari generati dalle varie società.

A livello di budget, il principale modello utilizzato prende la forma di un Profit&Loss attuale e prospettico (Fig. 6.2) la cui redazione è su base mensile. In tale report vengono consolidati i risultati a livello di gruppo sia per il mese in corso (Period) che a livello cumulato da inizio anno (Year to date) che per tutto l'anno (Full year). Le prime due sezioni mostrano simultaneamente i dati del periodo attuale (CY), dello scorso anno (PY) e del budget su base mensile. L'ultimo blocco rappresenta poi la parte più strettamente legata alla pianificazione, in quanto riporta il budget per l'intero anno e quello che viene chiamato forecast, nel quale vengono stimati i valori al 31.12 sulla base dei dati a consuntivo per i mesi trascorsi e sulla base di previsioni per i mesi successivi. La presenza di valori di forecast rapportati ai valori di budget mostra quindi una stima più realistica, che tiene conto anche del reale andamento della società nell'anno in corso.

Più in generale quindi, tale rappresentazione permette di valutare, mese per mese, se le previsioni formulate a livello di budget sono ad oggi realizzate, di calcolare l'eventuale scostamento e poter progettare azioni correttive ove necessario.

Figura 2 Figura 6.2 Struttura del P&L del gruppo

	Period		Year To Date								
	CY	PY	Budget	CY		PY		Budget			
				% Sls	Index	% Sls	Index	% Sls	Index		
Sales											
Inventory											
Recycling Fees											
Bonus											
Shared Services											
Misc.											
Total Sales											
COGS											
Inventory											
Acc. Stock Depreciation											
Misc.											
Total COGS											
Gross Profit											
Gross Margin											
Inventory Margin											
Costs											
Wages											
Rent, Equip. & Utilities											
Adv & Promo											
Marketing Customers											
Sales											
Freight											
IT, Tele. & SW Lic.											
Ext Svcs/Consulting											
Shared Services											
Misc.											
Total Costs											
Operating Profit											
Depreciation											
Financial Revenues											
Financial Costs											
Exch. Gains/Loss											
Total Financial											
EBT											

nov-2019

P&L - NIF
('000 SEK)

È interessante sottolineare poi che tale documento viene aggregato anche per business unit. Oltre al P&L ricapitolativo di gruppo infatti, ne viene costruito uno per ogni business unit (Consumer, Industry e Safety). Tale divisione è resa possibile grazie all'utilizzo di un sistema di contabilità analitica, che assegna ad ogni voce di costo e ricavo un cosiddetto centro di costo. Oltre ai tre principali centri di costo rappresentativi delle tre unità di business vi sono tutta una classe di centri di costo dedicata alle spese amministrative generali, di gestione, e logistiche. L'ammontare di tali oneri viene poi assegnato alle varie business unit secondo diversi criteri: alcuni costi, come i costi prettamente amministrativi, vengono distribuiti sulla base di percentuali fisse, ead altri, come gli oneri finanziari, viene applicata la stessa percentuale di Turnover della BU sul turnover totale.

Per quanto riguarda invece i report più propriamente attinenti alla gestione della tesoreria, anche in questo caso il cashflow forecast viene formulato a livello di gruppo. Un'eccezione a tali prassi, derivante più che altro da necessità strettamente operative, viene fatta per la nuova società del gruppo, strutturata come startup, EXO Industry. Brevemente, questa nuova realtà industriale è nata come società dedicata alla ricerca e sviluppo attorno ai prodotti commercializzati da GPBM. Il fatto che la costituzione di tale società sia estremamente recente comporta che i processi di tenuta della contabilità non siano stati ancora internalizzati, ma sono gestiti da consulenti esterni. La costruzione di un cashflow forecast è quindi strettamente necessaria, sia per poter avere un controllo più ravvicinato dei flussi in entrata in

uscita, sia per scopi prettamente operativi quali la preparazione dei pagamenti ai fornitori. Non potendo contare quindi in questo caso sull'utilizzo di un Erp per la gestione contabile e finanziaria, i dati vengono reperiti a partire da scadenziari clienti / fornitori costruiti su fogli di calcolo Excel. Tali dati vengono poi integrati in un ulteriore foglio di calcolo, rappresentativo del cashflow forecast a 3 mesi (fig. 6.3), che viene poi completato tramite l'aggiunta di tutti quei flussi monetari non riconducibili a debiti e crediti commerciali (pagamento stipendi, liquidazione saldo Iva, imposte e tasse...).

Figura 6.3 Struttura del cashflow forecast

EXO INDUSTRY - Cash flow Q1/Q2 2020	Q2													
	ACTUAL				FORECAST									
	Week 15	Week 16	Week 17	Week 18	Week 19	Week 20	Week 21	Week 22	Week 23	Week 24	Week 25	Week 26	Week 27	
Cash balance at the start of each week														
weekly net cash flow														
Cash balance at the end of each week														
Operating activities cash flow														
Collection of a/r														
Vat settlement														
Payment of wages and salaries														
Payment of social contribution														
Payment of withholdin tax														
Payment of a/p (supplier invoices)														
direct debit of expenses receipt (CC)														
reimbursement of other expenses receipt														
direct debit of bank fees														
other cash outflow														
Total of Operating activities cash flow														
Non - Operating activities cash flow														
Other Cash inflows														
Other Cash Outflows														
Total Non - Operating activities cash flow														
Cash balance at the end of each week														

CONCLUSIONI

La complessità della struttura finanziaria che caratterizza i tempi moderni e la globalizzazione accompagnata da un livello sempre crescente di competitività hanno fatto sì che la realtà imprenditoriale, soprattutto quella di piccole e medie dimensioni, debba affrontare sfide sempre nuove per poter affermare la propria presenza sul mercato. Soprattutto in periodi di difficoltà quello che maggiormente viene a mancare alle piccole e medie imprese sono non tanto le competenze legate alla propria attività, ma soprattutto un sistema strutturato di gestione che sia in grado di garantirne la stabilità sia sul piano economico che finanziario.

Storicamente le piccole e medie imprese hanno guardato solo ai valori economici per valutare la propria solidità, mancando invece di attenzione verso i valori patrimoniali. Per questo motivo quindi questo lavoro, in cui filo conduttore è la buona gestione della tesoreria, ha preferito focalizzarsi sullo studio dei valori patrimoniali, primo fra tutti il capitale circolante. Abbiamo quindi visto come quest'ultimo ha acquistato nel corso degli anni un'importanza via via maggiore a causa dell'influenza che esso ha sulla dinamica finanziaria. Ne abbiamo quindi analizzato i principali componenti e le relative politiche aziendali, vedendo in che modo essi si ripercuotono sul livello di liquidità.

Il secondo elemento importante, troppo spesso trascurato dalle PMI è il processo di pianificazione finanziaria, per questo ne abbiamo presentato le principali

caratteristiche e i report attraverso i quali è possibile costruire delle previsioni sulle dinamiche dei flussi di cassa.

Abbiamo poi analizzato, da un punto di vista tecnico, le forme di finanziamento offerte dagli istituti creditizi che in Europa presentano il canale di accesso al credito più utilizzato dalle PMI. Partendo dalle forme più tradizionali di finanziamento fino ad arrivare a quelle di più recente diffusione, abbiamo studiato la loro distribuzione nei mercati europei, mostrando le differenze di applicazione sia in base alle diverse consuetudini tra paesi, sia in base alla dimensione aziendale.

Infine, il case study basato sul gruppo GPBM ci ha permesso di poter osservare più da vicino l'applicazione dei vari principi derivanti dalla dottrina sopra esposti. In particolare, abbiamo analizzato come le teorie del working capital management sono applicate nella realtà aziendale, mostrando che, anche se l'analisi dei valori economici resta ancora il punto di vista più utilizzato, il controllo delle variabili patrimoniali sta diventando sempre di più un key driver.

BIBLIOGRAFIA

- ARLOTTA C. CARBONE S. ALDO DE LUCA A. *Il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi. Il contributo del business plan.*
- BALDIN F., *Il budget finanziario: lo strumento di programmazione delle risorse finanziarie*
- BARTOLI F. OSSOLI G. *Il modello finanziario, flussi di cassa e liquidità*, 2017
- BONSI S. BRUZZO A. *Il finanziamento delle PMI nei principali paesi dell'Ue durante la grande recessione*
- CODA R. *La gestione e il controllo della tesoreria e dei rischi finanziari nelle PMI*
- DELGROSSO M. NICASTRO A. *Tesoreria e pianificazione finanziaria: l'approccio della Delgrosso S.p.a.*
- DIMITRIOS D. VINZIA M.A. D'ALLOCCCHIO M. *Finanza per la crescita sostenibile: Scelte di struttura finanziaria e politiche dei dividendi*, 2011, Egea
- FARCHIONE A. *L'investimento in capitale circolante*, 2009
- FRANCESCHI L.F. COMI L. *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda. La stima del calore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, 2015, Educat
- GALEOTTI M., *La finanza nel governo d'azienda*, 2008, Apogeo
- GIANNACCHI P. *L'incidenza del capitale circolante sulla performance aziendale*
- GRASSELLI A. *La guida del Sole 24 ore alla finanza d'impresa*, 2011, Il Sole 24 Ore
- MANCA F. *Il controllo della liquidità nelle PMI. Metodi, strumenti e tecniche di rappresentazione*, Milanofiori Assago, Ipsoa, 2013
- MANELLI M. PACE R. *Finanza d'impresa. Analisi e metodi*, 2013, Isedi
- MARIANI C. SILVA A. *Il controllo del flusso di cassa*, FrancoAngeli Editore, 2013

- MARIANI G. *Politiche di capitale circolante e gestione economico finanziaria d'impresa*, 2007, FrancoAngeli Editore
- MASINELLI F. GIOVANELLI D., *Tesoreria aziendale*, 2018, Ipsoa
- MASINELLI F., *L'importanza della pianificazione finanziaria come strumento di conoscenza*
- NIZZOLA M. *La pianificazione finanziaria: obiettivi e scelte operative*
- OBERVATORY OF EUROPEAN SME, *Smes and access to finance*
- PCONSULTING, *Il budget economico e finanziario*
- RICCIARDI A. *Fabbisogno finanziario dell'impresa, fonti di finanziamento e condizioni di equilibrio*
- ST PIERRE J. *Gestion financière des PME : Théories et pratiques*, 2018, Presses Université Du Québec
- TANTUCCI S. *Il Piano economico e finanziario*
- ZUBAIRU U. *Factoring as an effective working capital option: a critical review*