

■ Accesso al credito

ACCESSO AL CREDITO DA PARTE DELLE PMI

■ di **Fabrizio Bencini, Matteo Mancaruso e Vincenzo Ferragina**Relazione
banca-impresa

Il periodo è fortemente caratterizzato da una **carenza di liquidità** per le **imprese**, soprattutto quelle di **piccole e medie dimensioni**. Il cambiamento repentino **nell'accesso al credito** ha reso **molto difficoltosa** la **relazione banca-impresa**. Il presente contributo vuole, dal lato dell'impresa, affrontare, con un taglio operativo, le tematiche che sono alla base per uno sviluppo dell'accesso al credito. Prima di parlare, infatti, di strumenti innovativi, occorre parlare di atteggiamenti innovativi all'interno delle imprese, anche delle Pmi. Si cercherà così di chiarire, come primo passo, quali possano essere le **funzioni dell'area finanziaria** da sviluppare in relazione alla propria particolare necessità. Creata la struttura si tratta di mirare al perseguimento di due **equilibri finanziari**: uno **statico** ed uno **dinamico**. Il primo è legato alla struttura dell'**indebitamento**, mentre il secondo dipende dalla **capacità** prospettica di

In sintesi

■ Per contrastare le difficoltà di accesso al credito da parte delle Pmi è opportuno definire le funzioni dell'area Finanza in ottica operativa e strategica, al fine di consentire il raggiungimento di un equilibrio finanziario sia statico che dinamico. Sono analizzate le basi necessarie per definire una struttura finanziaria ottimale e le esigenze per mantenerle anche in un orizzonte temporale di lungo periodo, favorendo da un lato il reperimento di fonti di finanziamento e dall'altro un processo di crescita virtuoso.

Funzione
della Finanza

organizzativa, equilibrio statico, dinamico e di **breve** sono i **quattro pilastri** su cui **fondare** una **sana richiesta di credito**, a patto di trovare istituti in grado di apprezzare le realtà di talento non solo sotto il profilo del business ma anche sotto il profilo del contenimento del rischio finanziario proprio grazie a queste attività. In questo articolo saranno descritti i primi **due pilastri**: la **funzione dell'area finanziaria**, definendola sulla base del ruolo storicamente assunto dalle sue

generare cassa per onorare gli impegni e sostenere la crescita. Come determinare il primo e stimare il secondo? Infine spostando l'attenzione sul breve periodo occorre agire in modo deciso e consapevole sulla grandezza che più di ogni altra ha assorbito liquidità e non consente di valorizzare il contributo derivante dalla gestione economica: il capitale circolante. **Struttura**

dimensioni, operativa e strategica, e l'**equilibrio finanziario statico**, che rappresenta l'elemento fondamentale al perseguimento della struttura finanziaria ottimale.

FUNZIONE FINANZA NELLE PMI: FINANZA OPERATIVA E FINANZA STRATEGICA

La funzione Finanza ha il compito di **raccogliere** e **utilizzare** i **flussi monetari** nel **tempo**, al fine di **trovare** una **modalità efficiente** di **allocazione** del **denaro** tra **usi alternativi**. Ha un compito quindi ambivalente di reperire fonti e di selezionare alternative per l'allocazione. La sua natura è dunque mista: da una parte occorrerà avere i tecnicismi richiesti dal mercato finanziario, dall'altra la conoscenza e l'esperienza dell'impresa per guidarla nell'allocazione efficiente delle risorse. In un'accezione ampia con il termine «*finance*» si intende anche il governo della funzione amministrativa e di controllo di gestione, oltre a quello della Finanza in senso stretto. Questo perché, soprattutto in ambienti anglosassoni, l'organizzazione richiede che, per gestire i flussi finanziari (sui cui si pone particolare enfasi), si debbano conoscere e governare anche le dinamiche di controllo e amministrative. In **Italia** invece storicamente ha avuto un ruolo predominante la **direzione amministrativa** (per le imposizioni di legge che l'attività comporta e per i riflessi fiscali che ne derivano), sotto cui si potevano individuare appendici riconducibili alla finanza o meglio alla tesoreria. In questo contributo faremo riferimento alla funzione finanziaria in senso stretto senza articolarla nelle relazioni funzionali con amministrazione, controllo o altre aree.

Possiamo definire la Finanza come la funzione che permette all'azienda di reperire le **fonti di finanziamento** per conseguire gli obiettivi aziendali in un'ottica di continuità.

Essa, a sua volta, mostra due dimensioni: una *operativa* e l'altra *strategica*.

- 1. Finanza operativa:** permette all'impresa di operare nel quotidiano ed è legata al rapporto banca impresa, al *cash management* e alla gestione dei rischi finanziari. Il suo referente è il tesoriere. L'orizzonte temporale è di breve. L'evoluzione dei mercati, la globalizzazione, le nuove tecnologie, le liberalizzazioni, le difficoltà nel reperire denaro hanno avuto notevole impatto sulle aziende con conseguente richiesta di persone con sempre maggiori competenze in area di finanza operativa.
- 2. Finanza strategica:** la finanza strategica definisce l'allocazione degli investimenti, la politica finanziaria, le decisioni di finanziamento e le scelte di struttura finanziaria. Il suo referente è il direttore finanziario. L'orizzonte temporale è di medio-lungo. Si occupa di recuperare redditività dal capitale investito al fine di creare valore per l'impresa e ricercare dei modelli di sviluppo sostenibili. Essa è al servizio della strategia aziendale al fine di

Flussi
monetari

Fonti di
finanziamento

Finanza
operativa

Finanza
strategica

■ Accesso al credito

assicurare le risorse necessarie a supporto delle decisioni strategiche. Nel tempo la Finanza ha anche assunto dei connotati diversi e tipicamente nell'evoluzione aziendale le caratteristiche possono essere riassunte nelle seguenti tre fasi successive.

LIVELLI DELLA FUNZIONE FINANZA

PRIMO LIVELLO

La **Finanza** è solo **operativa**, ha il compito di gestire il quotidiano cercando unicamente di pareggiare i saldi di c/c. Si parla di attività transazionale, nel senso che il *focus* è sulla realizzazione finanziaria delle transazioni di incasso e pagamento. La Finanza è in questo caso coincidente con la tesoreria e il livello di isolamento è notevole.

SECONDO LIVELLO

La **Finanza** resta **operativa** e ha il compito di acquisire e amministrare i fondi in un'ottica di medio periodo, in concerto con le altre funzioni. In questo ambito si realizzano previsioni di breve e si traggono informazioni dalle altre funzioni: quindi, pur rimanendo molto orientata alla gestione del quotidiano, si aprono le relazioni con le altre funzioni.

TERZO LIVELLO

La Finanza diviene un processo integrato operativo-strategico, che permette di finanziare lo sviluppo. In questo caso l'operatività deriva dalle decisioni più strategiche a cui la finanza partecipa e che anzi influenza considerevolmente in termini di fattibilità. Le **relazioni** con le altre **aree sono fluide e di livello**. Alla Finanza è riconosciuta autorevolezza.

Non sempre nelle aziende italiane, soprattutto nelle Pmi, si è avuta o si ha una tale visione della finanza.

La funzione è stata storicamente ed è a oggi legata al tesoriere (nelle aziende di medie dimensioni) e all'imprenditore (nelle piccole imprese).

Domina la visione della finanza operativa, si ha poca cultura e attenzione verso l'aspetto strategico. L'attività dell'area finanziaria, nelle imprese che non ne fanno il proprio *business* operativo, è quella di supporto all'attività industriale. Pertanto si escludono dalla finanza aziendale tutte quelle attività di tipo speculativo. In azienda la finanza non crea, bensì «*aggiunge valore*».

Le attività tipiche della finanza sono:

- analisi delle fonti di finanziamento per capire le criticità su cui intervenire;
- programmazione finanziaria (attraverso la stesura di *budget* finanziari o di previsioni infrannuali e del *financial plan*): in questo ambito si spinge lo sguardo sul futuro per impostare la direzione prima e l'azione poi;
- controllo dei risultati raggiunti (*reporting* finanziario): al termine del processo il riscontro finale è dato dal confronto fra il risultato atteso e quello realizzato, con l'analisi degli scostamenti che permette un meccanismo di retroazione e correzione e apre le porte nuovamente all'analisi.

Le attività di analisi, programmazione e controllo finanziario, come sopra definite, possono essere coniugate assieme alla finanza operativa e alla finanza strategica all'interno di una matrice individuando sei aree di attività.

FUNZIONI DEGLI RLS

	FINANZA OPERATIVA	FINANZA STRATEGICA
Analisi	Analisi della situazione bancaria e verifica delle esigenze di breve: comparazione per banca/forma tecnica Analisi del circolante	Analisi della dinamica finanziaria Analisi della struttura finanziaria Analisi dei vincoli strutturali
Programmazione	Previsione saldi banca Preventivazione monetaria <i>budget</i> finanziario	<i>Capital budgeting</i> (allocazione delle risorse) Piano finanziario
Controllo	Verifica dei risultati ottenuti dalla tesoreria Focus costi (efficienza)	Verifica dei risultati nel conseguimento della corretta struttura finanziaria Focus qualità del debito (efficacia)

FINANZA OPERATIVA E FINANZA STRATEGICA: ANALISI

Oggetto del riquadro «*analisi/finanza operativa*» sono la gestione monetaria e la dinamica del circolante.

Nella gestione monetaria diviene di fondamentale importanza il costo delle diverse forme tecniche di finanziamento (apertura di credito in c/c, anticipo fatture, ecc.), la riconciliazione fra l'estratto conto bancario e quello aziendale, il livello di utilizzo degli affidamenti (livello di saturazione, eventuale disponibilità di fidi straordinari temporanei ecc).

Per la parte legata alla **gestione del circolante**, l'analisi si concentra sulla dinamica di **incasso crediti** (insoluti e riposizionamenti) e **pagamento debiti**. Sapere infatti quanto sia il livello storico di insoluti o quali siano i fornitori su cui è possibile intervenire per un riposizionamento permette alla tesoreria di interpretare il dato a disposizione e di agire con maggiore accortezza, sapendo prima quali possano essere i possibili problemi (flussi in ingresso dichiarati, ma che non si realizzeranno) e le possibili soluzioni (fornitori su cui si possa intervenire senza coinvolgere tematiche operative interne sensibili). Si può notare come, in questa fase, la Finanza assume un ruolo di intermediario tra la banca e l'impresa. Le banche hanno svolto e continuano a svolgere un ruolo, oltre che di motore per lo sviluppo, anche di fonte di sopravvivenza di molte Pmi Italiane.

La Finanza deve comprendere il tipo di relazione che è possibile instaurare con la banca e se essa sia in grado di offrire i servizi più idonei per l'impresa, al di là dei semplici finanziamenti.

Analisi/finanza
operativa

■ Accesso al credito

Finanza
strategica

Da un punto di **vista strategico**, l'**analisi** passa attraverso tre stadi:

- analisi della **dinamica finanziaria**;
- analisi della **struttura**;
- analisi dei **vincoli finanziari**.

L'«*analisi della dinamica finanziaria*» è legata alla ricostruzione dei flussi finanziari storici attraverso la redazione e l'esame del rendiconto finanziario.

Di fondamentale importanza diviene la **comprensione** delle **motivazioni** che abbiano **prodotto** o **assorbito** cassa nel **periodo oggetto di esame**:

- a. la **gestione operativa**: legata alla dinamica reddituale e del circolante;
- b. la **gestione degli investimenti**: legata alla produzione o all'assorbimento di cassa di investimenti/disinvestimenti;
- c. la **gestione finanziaria**: legata alla dinamica dei finanziamenti di medio-lungo termine e alla gestione dell'*equity* attraverso la distribuzione dei dividendi o l'effettuazione di aumenti di capitale.

Una seconda attività, per il **compimento** della **riflessione** in **ambito di finanza strategica**, è rappresentata dall'«*analisi della struttura finanziaria*». In questa fase si analizza lo stato patrimoniale e, in modo particolare, si dà evidenza alla leva finanziaria, ottenuta dal rapporto fra la posizione finanziaria netta e il patrimonio netto che esprime il livello di indebitamento finanziario rispetto agli apporti dei soci. Oltre a ciò, si analizza anche l'**equilibrio** fra **impieghi durevoli (investimenti)** e fonti finanziarie attivate per la loro copertura.

Con questa diversa visione di analisi si ha l'**obiettivo** di capire il **corretto livello di indebitamento storico** e la **composizione** delle **fonti** fra **breve** e **lungo termine**, in modo da individuare le criticità cui porre rimedio, con interventi di riequilibrio del capitale rispetto al debito (**ricapitalizzazione**), o in termini di **allungamento del debito (consolidamento dei debiti a breve)**.

L'esame può essere condotto in modo coordinato con l'aspetto precedente, legato alla produzione dei flussi di cassa, per verificare la sostenibilità di una nuova struttura finanziaria sulla base di dati storici. Così i flussi storicamente prodotti sono messi a raffronto con le esigenze di cassa emergenti da una mutata situazione finanziaria (per esempio, un incremento dei mutui richiede annualmente il pagamento, oltre che degli interessi, anche delle quote capitali; i flussi attuali riescono a colmare tale esigenza?).

Infine l'esame sul fronte della finanza strategica si conclude con l'*analisi dei vincoli strutturali*, ovvero la disponibilità dei soci nell'apporto del capitale, l'attuale livello di indebitamento e le dinamiche settoriali e di mercato costituiscono dei vincoli di cui tenere conto.

La **definizione** della **struttura finanziaria** ottimale deve emergere dall'**equilibrio** fra ciò che sarebbe auspicabile (dato dalle sezioni precedenti) e ciò che è **realizzabile** (dato da questa).

Fondamentali sono i **vincoli in termini di disponibilità all'apporto di capitali** da parte dei **soci** o dei **finanziatori**: la **struttura ottimale deve superare l'esame** delle **disponibilità dei finanziatori a immettere realmente liquidità** nella mi-

Corretto
livello di
indebitamentoStruttura
finanziaria

sura opportuna.

L'**analisi del mercato** e, in modo più specifico, del settore permette delle considerazioni più affinate sui dati storici; pur lavorando sempre su informazioni storiche, se ne valuta la stabilità rispetto all'andamento del settore. Così un settore in difficoltà è un vincolo nell'ottenimento di finanza supplementare, perché si dovrà dimostrare di fare meglio del settore per meritare la finanza necessaria per la crescita. Di particolare interesse in questa fase è la misurazione del costo (spesso occulto e non apprezzato dall'imprenditore) di questi vincoli.

FINANZA OPERATIVA E FINANZA STRATEGICA: PROGRAMMAZIONE

La **programmazione finanziaria** è l'**attività** che si **svolge** a valle della **pianificazione**, a sua volta frutto della redazione del piano strategico.

La **programmazione finanziaria**, per la componente operativa, permette di avere visibilità dei flussi in entrata e in uscita così da organizzare al meglio gli approvvigionamenti e la manovra di tesoreria.

L'**attività è scomponibile** a seconda della durata della previsione:

- **proiezione saldi banca**: attività tipica del tesoriere che esprime in termini di valuta i flussi previsionali per i successivi 5/7 giorni e su questi imposta la manovra (girofondi, bonifici, appoggi di portafoglio) con articolazione giornaliera;
- **previsione monetaria 3/5 mesi**: si mettono a fuoco le esigenze di tesoreria nel breve periodo con articolazione settimanale/decadale;
- **budget finanziario**: oltre a calcolare l'impatto finanziario del debito da restituire al **budget economico** (interessi e cambi), allunga l'orizzonte di previsione rispetto a quello infrannuale e orienta l'attività del tesoriere e della finanza, con articolazione mensile.

In questa attività di previsione, soprattutto per la parte ultra-mensile, sono fondamentali le **relazioni** con la **gestione del circolante**: la dinamica dei debiti e ancora più dei crediti influenza in modo deciso l'attendibilità delle informazioni. Rispetto ai dati di incasso il tesoriere è però passivo, arriva a valle del processo di gestione; in questo senso sono rilevanti le attività di relazione con l'area commerciale o di gestione del credito dove esista in modo autonomo. Qui è importante non solo acquisire le informazioni, ma anche dare informazioni di ritorno dei mancati incassi per avere un aggiornamento costante della situazione come vedremo nella successiva fase di controllo di finanza operativa. La **previsione finanziaria** in termini di **finanza strategica** esprime i **riflessi finanziari del piano d'impresa** e **definisce** le **esigenze di lungo periodo** di cui l'azienda mostra esigenza, oltre che la produzione di finanza da destinare ai **fornitori di liquidità (finanziatori e soci)**.

Analisi
di mercato

Programmazione
finanziaria

Relazioni
con la gestione

Finanza
strategica

■ Accesso al credito

La previsione dei flussi finanziari su base ultra-annuale, come visto, dovrebbe prendere il nome di pianificazione finanziaria e il documento che la rappresenta si chiama appunto piano finanziario.

Questa **attività** è anche il supporto per la valutazione degli investimenti (*capital budgeting*) e quindi per la decisione sull'allocazione selettiva delle risorse disponibili. Fondamentale il legame con la programmazione finanziaria e, in particolare, con il *budget* finanziario (il primo anno di piano deve dare indicazioni coincidenti con quelle del *budget*). Tutti i documenti di previsione devono essere rigorosi e coordinati: interpretare lo sviluppo futuro è cosa complessa, figurarsi se lo si fa in modo disorganico!

FINANZA OPERATIVA E FINANZA STRATEGICA: CONTROLLOControllo
finanziarioControlli e
programmazioneFinanza
strategica

Infine passiamo ad analizzare l'**attività** che permette di reindirizzare l'azione aziendale nel caso in cui i risultati siano lontani da quelli previsti: il controllo.

Il **controllo finanziario** sul versante operativo è orientato a verificare quanto l'operatività della tesoreria (e della **gestione dei rischi**) corrisponda alle aspettative di flusso e di costo espresse in **termini di programmazione**.

In particolare, **si verificheranno**:

- le **condizioni economiche** e di **servizio effettive rispetto** alle **stimate** per singola **banca** e **forma tecnica**;
- gli **affidamenti ottenuti** e **utilizzati** rispetto a quelli programmati per singola banca;
- i **flussi in entrata** rispetto a quelli **programmati (incassi)** e l'eventuale riposizionamento dei mancanti;
- i **flussi in uscita rispetto** a quelli **programmati** (pagamenti) ed eventuale loro riposizionamento;
- la **coerenza fra previsione a 3/5 mesi** e **budget**.

La **rappresentazione** degli **esiti dei controlli** è espressa in **appositi report**.

Il controllo finanziario sul fronte strategico monitora invece gli esiti dell'attività di pianificazione e di allocazione del capitale.

Si verifica se:

- la **struttura finanziaria conseguita è conforme** alle attese;
- gli **investimenti fatti sono finanziariamente sostenibili** (quando e quanto si spende, quando e quanto si incassa);
- gli **investimenti fatti sono sufficientemente remunerativi** per i fornitori di risorse (finanziatori e soci);
- il **tempo** abbia **fornito indicazioni di modifica** circa le necessità espresse dal piano finanziario.

Questa attività prende il nome di controllo antecedente ed è effettuata confrontando il *budget* finanziario con il piano. In sostanza, si controllano i due documenti che rappresentano stadi diversi di previsione: quello più attendibile

(*budget* finanziario) permette di aggiornare l'altro (piano) prima che gli eventi si siano verificati.

EQUILIBRIO FINANZIARIO STATICO

Nell'ottica descritta di **gestione strategica** della **funzione finanza**, diventa quindi preliminare andare a definire quello che deve essere l'equilibrio finanziario dell'impresa, ovvero quale dovrebbe essere la struttura finanziaria ottimale che consenta di competere al meglio sul mercato in questi periodi di turbolenza finanziaria.

Nella **determinazione** della **struttura finanziaria** la teoria si pone l'**obiettivo** della minimizzazione del costo del capitale complessivamente apportato in azienda. L'**approccio teorico** si basa, infatti, sull'**individuazione** a priori di un livello di *debt/equity* che, riducendo al minimo le aspettative di rendimento di soci e terzi finanziatori, possa generare valore incrementale.

L'osservazione empirica ha rilevato come nella realtà la scelta della struttura finanziaria sia soggetta a vincoli di natura esterna e interna all'impresa, imposti e difficilmente derogabili, che limitano l'effettiva possibilità di determinazione teorica del livello ottimale.

I vincoli esterni sono relativi:

- ai **soci**: l'effettiva disponibilità e/o volontà di investire risorse nell'azienda;
- ai **finanziatori**: intimamente legato al vincolo dei soci, riguarda l'effettiva capacità dell'azienda di raccogliere capitale di debito finanziario;
- ai **vincoli espressi dal mercato**: in termini di composizione delle fonti di finanziamento delle aziende operanti nello stesso settore di attività.

I vincoli interni sono relativi:

- al **ciclo di vita**: i fabbisogni finanziari necessitano di essere finanziati con forme di copertura appropriate ad ogni stadio di sviluppo dell'impresa;
- alla **sostenibilità finanziaria**: la composizione delle fonti di finanziamento deve essere ponderata in funzione dei flussi di cassa che l'azienda è in grado di produrre.

Il percorso utilizzato nella pratica mira, una volta individuati e quantificati i vincoli, a individuare la migliore struttura finanziaria in equilibrio virtuoso tra i vincoli stessi.

Determinazione
della struttura
finanziaria

Vincoli esterni

Vincoli interni

VINCOLI ESTERNI

Considerata la rigidità del vincolo e la scarsità di mezzi a disposizione, il capitale apportato dai soci è il primo elemento ad essere analizzato.

Il primo passo nella determinazione della struttura finanziaria ottimale risiede nell'individuazione del livello di apporto minimo (spesso rappresentato dal minimo legale) e massimo sostenibile per gli azionisti. Il *range* così determinato, denominato ambito di decisione, rappresenta la prima leva decisionale di azione sulla struttura finanziaria.

Esistono comunque alcuni casi in cui l'ambito di decisione è molto ridotto. In ipotesi di *start-up*, ad esempio, l'apporto minimo deve poter far fronte al fabbisogno iniziale dell'attività, fintanto che non si giunga ad una diminuzione del rischio accettabile per finanziatori terzi.

Anche il ricorso a *finanziamenti esterni* è soggetto a vincoli imposti dalle controparti creditrici. In concreto, l'accessibilità dell'impresa a capitale preso a prestito è infatti subordinata, a titolo puramente esemplificativo, al possesso di garanzie, alla forza negoziale, all'andamento storico dei rapporti e soprattutto alla capacità della realtà di sostenere nel futuro il rimborso. Il fatto di aver intrapreso in passato iniziative di successo da parte dei soggetti che si propongono, nonché la corretta stesura di un credibile piano di sviluppo (e rimborso del prestito) sono ulteriori elementi che influenzano la capacità di credito.

Anche per i finanziamenti di terzi si potrà avere un livello minimo (ad esempio, operazioni bancarie *standard* come lo smobilizzo fatture) e massimo (comprensivo di scoperti di conto corrente e di operazioni di medio/lungo periodo); all'interno di questo *range*, sempre denominato ambito di decisione, si dovrà prescegliere la migliore composizione delle fonti di finanziamento.

Evidentemente i due ambiti di decisione, quello derivante dai soci e quello dai finanziatori, tenderanno a sovrapporsi in una area definita. Quest'area, delimitata dai vincoli sopra descritti, rappresenta il margine di manovra nel quale si potrà agire per la determinazione del livello di struttura finanziaria ottimale.

Le indicazioni dal settore, in termini di composizione delle fonti di finanziamento delle aziende operanti nello stesso ambito di attività, dovrebbero rappresentare la terza guida che deve condurre nella determinazione del rapporto di *debt/equity*. Infatti i dati che emergono dal settore rappresentano la *best practice* disponibile sul mercato.

In concreto, l'attività prende spunto dalla rilevazione, per classi di fatturato, del livello di indebitamento di aziende operanti nello stesso settore.

A partire da tale rilevazione si individueranno i valori minimi e massimi dell'indice di indebitamento, nonché il valore medio di settore.

La forchetta descritta dal D/E minimo e D/E massimo sarà il *range* entro cui si dovrebbe collocare la nostra scelta della struttura finanziaria. La media quella a cui tendere in condizioni di stabilità.

Struttura
finanziaria

LETTURA COMBINATA DEI VINCOLI ESTERNI

La **scelta** della **struttura finanziaria** ottimale si deve dunque basare sui seguenti vincoli esterni:

- **apporto minimo e massimo dei soci;**
- **massimo capitale finanziabile da terzi finanziatori;**
- **indicazioni provenienti dal settore;**

che ne determinano la validità.

In primo luogo si dovrà verificare che la **somma di patrimonio netto e posizione finanziaria netta**, entrambe prese al livello massimo disponibile, sia in grado di far fronte al fabbisogno derivante dalla gestione (cd. **capitale investito**

netto). In caso contrario:

- si dovrà reintervenire sull'apporto dei soci, vagliando la disponibilità e/o volontà ad accrescere il proprio contributo;
- si rivaluterà la capacità di finanziamento presso terzi a seguito dell'accrescimento dell'apporto dei soci;
- se tali interventi non fossero praticabili, l'unica strada percorribile sarebbe quella di ridurre gli investimenti e contrarre il Cin.

Quando la somma sia appena sufficiente a coprire il Cin, l'impresa, anche in presenza di ottime idee, valida strategia e organizzazione, potrebbe essere prigioniera della propria struttura finanziaria, non avere elasticità finanziaria né possibilità di sviluppo.

Una volta verificata la copertura del fabbisogno finanziario, si procede a verificare il rispetto della **struttura finanziaria** prescelta rispetto al *range* espresso dal settore.

Se e quando è raggiunto l'**equilibrio** tra i **tre vincoli esterni**, si procede ad **analizzare i vincoli interni**.

Vincoli interni

VINCOLI INTERNI

A seconda del ciclo di vita dell'azienda, si esplicitano fabbisogni finanziari che necessitano di essere finanziati con forme di copertura appropriate alla *fase di sviluppo* del progetto imprenditoriale analizzato.

Il fabbisogno iniziale (**fase di avvio**), che supporta il rischio massimo, richiede necessariamente il sostegno di capitale dei soci, in quanto la percezione ingenerata presso potenziali finanziatori esterni sarebbe di non veder onorato il proprio credito.

Al superamento della fase di avvio, raggiunto un ideale punto di *break*, il profilo di rischio si riduce e il fabbisogno finanziario può allora trovare copertura anche con capitale a prestito.

L'apertura al capitale di debito deve però essere verificata in termini di sostenibilità finanziaria del costo del debito, sulla base della composizione che abbiamo definito.

Coinvolgere delle risorse di debito nella parte iniziale della vita aziendale o comunque fare loro assumere un ruolo che non è proprio (copertura di rischio di *business*), comporta difatti la rinuncia a tale forma di finanziamento nella fase dello sviluppo. Così nella fasi di lancio (all'interno della forbice stabilita con i vincoli esterni) si dovrà spingere al massimo livello il capitale dei soci, successivamente nella fase di consolidamento quella dei finanziatori.

L'ultimo vincolo riguarda la *sostenibilità della struttura finanziaria prescelta*: si dovrà capire se il flusso di cassa dopo gli investimenti sia sufficiente per onorare il debito sia in termini di interessi che di capitale.

Alle varie fasi di vita è associata una diversa capacità di sostenere la struttura finanziaria. Nella fase di avvio, i flussi derivanti dalla gestione operativa corrente sono negativi a causa dei ridotti volumi e margini sulle vendite (bassa visibilità sul mercato) e degli elevati costi operativi (bassi *standard* di efficienza operativa), oltre che degli investimenti ancora non a regime. Nelle fasi successive (sviluppo e maturità), i flussi derivanti dalla gestione operativa corrente divengono positivi e crescenti, generando condizioni di sostenibilità del debito finanziario, fino alla fase di declino, in cui i flussi operativi positivi sono in rapida contrazione.

■ Accesso al credito

Costo medio
del capitale

In estrema sintesi, la teoria finanziaria fornisce supporto nella determinazione astratta delle proporzioni ideali che dovrebbero essere osservate per la massimizzazione teorica del valore. Nella realtà la scelta della struttura finanziaria ottimale risente di una serie di fattori vincolanti di natura esterna ed interna che riducono notevolmente i margini di manovra.

Va da sé che tutti i vincoli interagiscono tra loro in un modo complesso, con implicazioni che hanno ripercussione sull'intera struttura finanziaria.

Se attraverso l'operazione descritta si riesce a definire la struttura finanziaria conseguibile come il miglior equilibrio fra i vincoli considerati, si potrà applicare questa struttura al modello teorico per calcolare il costo medio del capitale che ne deriverebbe.

Da quanto detto il livello empiricamente conseguito non rappresenterà il minimo invece conseguibile attraverso l'approccio teorico. La differenza delle due remunerazioni, una conseguibile e l'altra ottimale in assenza di vincoli permetterà di determinare un differenziale di interesse che misura, in termini percentuali, l'inefficienza della struttura. Se tale differenziale è moltiplicato per il capitale investito si potrà agevolmente determinare un importo assoluto espressivo del costo dei vincoli.

Spesso i numeri più di ogni approccio teorico hanno un potere espressivo: proprio in questo ambito la misurazione del costo dei vincoli (interni ed esterni) potrebbe convincere ad adottare le azioni necessarie per rimuoverli o attenuarli. È la via per la capitalizzazione, per il confronto con i concorrenti (spesso sconosciuti nei loro assetti strategici), per il governo consapevole del rapporto con le banche e con l'investimento del capitale necessario e produttivo di reddito e di cassa.

Definite le caratteristiche della finanza operativa e di quella strategica in un'ottica di ricerca dell'equilibrio finanziario statico aziendale, in un prossimo contributo cercheremo di concludere la disamina dell'accesso al credito attraverso l'analisi dell'equilibrio finanziario dinamico (pianificazione finanziaria) con particolare attenzione alla sua componente operativa principale, il capitale circolante.