

Il Bilancio e l'analisi della dinamica finanziaria

"Suona strano, ma è un fatto che gli stati patrimoniali possano essere una lettura avvincente".

Mary Archer (1989)

Sommario

1. Le informazioni del bilancio d'esercizio	2
1.1. Il contenuto obbligatorio del bilancio d'esercizio nei suoi documenti obbligatori.....	2
1.2. Le informazioni finanziarie desumibili dallo stato patrimoniale.....	3
1.3. Le informazioni finanziarie desumibili dal conto economico.....	4
1.4. Le informazioni finanziarie desumibili dalla Nota Integrativa	5
2. Il Rendiconto Finanziario.....	5
2.1. Definizione di rendiconto.....	5
2.2. Rendiconto finanziario delle variazioni di capitale circolante netto.....	6
2.3. Rendiconto finanziario in termini di liquidità.....	7
2.4. Rendiconto finanziario dei flussi di liquidità (cassa)	7
2.5. Le operazioni della gestione reddituale.....	8
2.6. Le operazioni di investimento	9
2.7. Le operazioni di finanziamento.....	9
3. L'analisi di bilancio	10
3.1. Tecniche contabili di bilancio.....	10
4. La Riclassificazione del Bilancio.....	12
4.1. Premessa	12
4.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario (criterio della liquidità/esigibilità).....	13
4.3 La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale (o criterio della pertinenza gestionale)	23
4.3.a. Distinzione fra attività operative (correnti) e attività accessorie (extra operative)	30
4.3.b. Individuazione del capitale circolante netto commerciale nell'ambito delle attività operative (CCNO o CCNC)	31
4.3.c. Identificazione di attività immobilizzate.....	33
4.3.d. Identificazione della PFN.....	34
4.3.e. Identificazione del patrimonio netto	34
4.4 La riclassificazione del Conto Economico.....	34
4.4.a. Il conto economico a costo industriale del venduto	34
4.4.b. Il conto economico a margine di contribuzione lordo	36
4.4.c. Il conto economico a valore aggiunto	38
5. L'interpretazione del bilancio attraverso la lettura degli indici	40
5.1. Analisi finanziaria: Indici finanziari.....	40
5.1.a. L'equilibrio finanziario a breve termine	41
5.1.b. L'equilibrio finanziario a lungo termine	43
5.1.c. L'equilibrio finanziario globale d'impresa	44
5.1.d. L'equilibrio finanziario fra dilazioni concesse ai clienti e dilazioni ottenute dai fornitori	45
5.2. Analisi della redditività.....	46
5.2.a. Analisi della redditività. La redditività operativa (ROI, ROCE)	46

5.2.b. Analisi della redditività. Redditività del capitale proprio (ROE)	51
5.2.c. Analisi della redditività. Redditività delle vendite (ROS)	54
5.2.d. Analisi della redditività. Rotazione del capitale investito.....	55
5.2.e. Analisi della redditività. Margine operativo lordo (MOL, EBITDA).....	57
5.2.f. Analisi della redditività. Costo medio delle fonti di finanziamento (ROD).....	58
6. La leva finanziaria.....	60
6.1. <i>Redditività soddisfacente</i>	60
6.2. <i>La leva finanziaria</i>	62
7. Analisi dei flussi finanziari	65
7.1. <i>Premessa</i>	65
7.2. <i>I flussi finanziari</i>	68
7.3. <i>Lo strumento del rendiconto finanziario</i>	69
7.4. <i>Il rendiconto finanziario dei flussi di cassa</i>	69
7.5. <i>I flussi di cassa per attività o aree gestionali (approfondimenti)</i>	81
8. La Break-Even Analysis	87
8.1. <i>I grafici di redditività</i>	87
8.2. <i>I grafici di redditività applicati all'analisi di bilancio</i>	89
8.3. <i>La leva operativa</i>	90

1. Le informazioni del bilancio d'esercizio

1.1. Il contenuto obbligatorio del bilancio d'esercizio nei suoi documenti obbligatori

Gli aspetti della gestione di un'impresa possono essere analizzati sotto diversi aspetti:

- Aspetto finanziario, relativo alle relazioni intercorrenti, da un lato, tra i fabbisogni finanziari generati dalla gestione e le relative modalità di copertura e, dall'altro, tra il flusso delle entrate e il flusso delle uscite finanziarie;
- Aspetto patrimoniale, relativo alle relazioni intercorrenti tra il patrimonio netto (o capitale proprio) ed il capitale di terzi (o capitale di debito);
- Aspetto economico, relativo alle relazioni intercorrenti tra il flusso dei costi ed il flusso dei ricavi.

Di conseguenza, la gestione viene osservata sotto il profilo:

- Della “liquidità” (aspetto finanziario), verificando l'esistenza di un equilibrio tra investimenti e modalità di finanziamento e tra entrate e uscite monetarie;
- Della “solidità” (aspetto patrimoniale), verificando l'esistenza di un equilibrio, all'interno delle fonti di finanziamento, tra il capitale proprio e il capitale di terzi;
- Della “economicità” (aspetto economico), verificando l'esistenza di un equilibrio tra il flusso dei ricavi e il flusso dei costi.

Il bilancio d'esercizio rappresenta la principale fonte di informazioni sulla gestione dell'impresa e, in particolare, una sua attenta analisi dovrebbe consentire di osservare la gestione nei diversi aspetti, tra di loro complementari, che la caratterizzano.

E tuttavia necessario verificare se il contenuto obbligatorio del bilancio d'esercizio previsto dalle norme italiane sia sufficiente a fornire informazione su tutti e tre gli aspetti della gestione.

Il contenuto obbligatorio del bilancio d'esercizio è disciplinato dall'art. 2423 co. 1 c.c. (rivisto dal Decreto Legislativo 18 agosto 2015 n. 139), il quale stabilisce che “gli amministratori devono redigere il bilancio d'esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa”.

Pertanto, secondo l'attuale disciplina italiana, il bilancio d'esercizio è composto dai seguenti documenti:

- *Stato patrimoniale*, che illustra la composizione del patrimonio dell'impresa alla fine dell'esercizio amministrativo, suddiviso tra attività e passività;
- *Conto Economico*, che illustra la formazione del risultato economico dell'esercizio mediante la contrapposizione dei ricavi e dei costi del medesimo;
- *Nota integrativa*, prospetto non contabile, che illustra il contenuto dei precedenti documenti contabili, oltre ai criteri di valutazione adottati nella formazione dei valori di Stato patrimoniale.
- *Rendiconto finanziario* (obbligatorio dall'anno 2015 per le società che redigono il bilancio in forma ordinaria) è un documento finanziario del bilancio d'esercizio, in cui una società riassume tutti i flussi di cassa che sono avvenuti in un determinato periodo.

Di conseguenza, gli aspetti della gestione direttamente ed esplicitamente rappresentati nel bilancio d'esercizio sono l'aspetto patrimoniale (Stato Patrimoniale) e l'aspetto economico (Conto Economico).

L'aspetto finanziario trova direttamente rappresentazione nel rendiconto finanziario ed è, inoltre, desumibile dallo Stato patrimoniale, dal Conto Economico e dalla Nota Integrativa.

1.2. Le informazioni finanziarie desumibili dallo stato patrimoniale

Nello Stato patrimoniale trovano collocazione le attività e le passività e, conseguentemente, il Patrimonio Netto.

Il criterio di classificazione delle attività previsto dal nostro codice civile è quello della destinazione, cioè dell'utilizzo dell'elemento attivo da parte dell'impresa. In particolare, l'art. 2424-bis co. 1, stabilisce che “gli elementi patrimoniali attivi destinati ad essere utilizzati durevolmente devono essere iscritti tra le immobilizzazioni”.

Di fatto, quindi, l'iscrizione di un'attività tra le immobilizzazioni o tra l'attivo circolante prescinde dalla sua “durata”, ovvero dal grado di liquidità in rapporto al tempo dell'elemento patrimoniale attivo.

Ai fini strettamente finanziari, tale informazione è, invece, molto importante, in quanto consente di effettuare previsioni sul momento della realizzabilità in denaro degli elementi patrimoniali attivi.

Tale informazione è, in ogni caso, parzialmente presente nello Stato patrimoniale attivo, in quanto:

- I crediti inclusi nelle immobilizzazioni (B.III.2) devono contenere l'indicazione della parte esigibile entro l'esercizio successivo;
- I crediti inclusi nell'attivo circolante (C.II) devono contenere l'indicazione della parte esigibile oltre l'esercizio successivo.

In questo modo, il lettore del bilancio può ottenere l'informazione della scansione temporale degli incassi derivanti dai crediti. Tuttavia, è necessario sottolineare il fatto che tale informazione riguarda esclusivamente i crediti presenti in bilancio e, quindi, esistenti alla fine dell'esercizio. Non vi sono informazioni dirette riguardanti l'ammontare complessivo dei crediti incassati durante l'esercizio.

Il criterio di classificazione delle passività previste dal bilancio d'esercizio è quello della loro origine: infatti, è prevista la distinzione tra i mezzi propri (patrimonio netto) ed i mezzi di terzi (debiti, trattamento di fine rapporto, fondi per rischi e oneri).

Il raggruppamento dei debiti (D) comprende tutti i debiti dell'impresa nei confronti di soggetti terzi, indipendentemente dalla loro origine (debiti finanziari oppure debiti sorti in seguito all'acquisto di fattori produttivi) e dalla loro esigibilità (debiti a breve termine e debiti a lungo termine).

Tuttavia, anche per i debiti è necessario fornire l'indicazione separata di tutti gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo: in questo modo, il lettore del bilancio può ottenere l'informazione sulla scansione temporale dei pagamenti derivanti dai debiti iscritti in bilancio alla fine dell'esercizio. Anche in questo caso, non è possibile avere direttamente l'indicazione dei debiti complessivi pagati nel corso dell'esercizio né di quelli che si sono originati nel corso del medesimo.

1.3. Le informazioni finanziarie desumibili dal conto economico

Nel Conto economico sono iscritti i componenti di reddito di competenza dell'esercizio, cioè i ricavi e i costi.

In prima battuta, potrebbe sembrare irragionevole ricercare informazioni finanziarie nel Conto economico. In realtà, non bisogna dimenticare che, nella maggior parte dei casi¹, un ricavo è misurato da una variazione finanziaria attiva (ad esempio, il sorgere di un credito piuttosto che un'entrata di cassa) ed un costo è misurato da una variazione finanziaria passiva (ad esempio, il sorgere di un debito piuttosto che un'uscita di cassa).

Quindi, il reddito d'esercizio, differenza tra ricavi e costi, pur essendo una grandezza economica, è in grado di fornire indicazioni di natura finanziaria. Risulta particolarmente utile analizzare la composizione e la natura dei singoli componenti di reddito,

¹ Vi sono alcuni ricavi ed alcuni costi che non sono misurati da variazioni finanziarie/monetarie e che, pertanto, vengono detti componenti di reddito "non monetari". È il caso, ad esempio, delle rivalutazioni e degli ammortamenti.

al fine di ottenere informazioni sulla capacità dell'impresa di ottenere negli esercizi successivi un reddito analogo. Nel Conto economico, poi, trovano collocazione gli oneri finanziari che forniscono l'indicazione del costo sostenuto dall'impresa per l'ottenimento di risorse finanziarie con il vincolo del debito.

1.4. Le informazioni finanziarie desumibili dalla Nota Integrativa

L'art. 2427 c.c.² disciplina il contenuto della Nota Integrativa.

Tra le diverse informazioni che devono essere fornite, ve ne sono alcune di carattere finanziario. In particolare:

- Il punto 6) prevede che siano indicati gli importi dei crediti e dei debiti di durata residua superiore a cinque anni, nonché i debiti assistiti da garanzie reali su beni sociali. Tali informazioni devono essere fornite distintamente per ciascuna voce di credito e di debito e devono essere ripartite secondo le aree geografiche;
- Il punto 19-bis) prevede che vengano indicati i finanziamenti ottenuti dai soci, distinguendoli per scadenze ed indicando quelli con clausola di postergazione rispetto ad altri creditori.

La Nota Integrativa deve in ogni caso essere utilizzata dall'impresa per fornire tutte le complementari informazioni di natura finanziaria necessarie per *"fornire una rappresentazione veritiera e corretta [.....]"* della situazione della società (art. 2423 co. 3 c.c.).

2. Il Rendiconto Finanziario

2.1. Definizione di rendiconto

Il rendiconto finanziario, dal 2015, è espressamente richiesto dalle norme civilistiche sul bilancio d'impresa e consolidato.

In effetti, il rendiconto finanziario è un documento del bilancio di esercizio divenuto obbligatorio per alcune tipologie societarie per effetto di quanto previsto dal Decreto Legislativo 139/2015, recepito poi dai principi contabili nazionali dal OIC (Organismo Italiano Contabilità) 10.

In precedenza, il rendiconto finanziario - *rectius*: le informazioni in esso contenute - costituiva parte della nota integrativa del bilancio di esercizio. Con la riforma della disciplina del bilancio di esercizio è stato introdotto il nuovo articolo 2425-ter del codice civile che prevede proprio il riferimento normativo essenziale oggi in materia.

Dottrina e prassi sono concordi nel ritenere necessaria la sua predisposizione per soddisfare il requisito della rappresentazione veritiera e corretta della situazione finanziaria di un'impresa.

Il Principio contabile n. 11 enunciato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (CNDCEC), relativo peraltro alle sole imprese industriali e

² Si fa riferimento al testo dell'art. 2427 c.c. come sostituito dal DLgs. 17.1.2003 n. 6 (di riforma del diritto societario), in vigore dall'1.1.2004 (anche se, in ordine alla disciplina del bilancio d'esercizio, sono previste decorrenze particolari).

commerciali, definisce il rendiconto finanziario documento fondamentale ai fini della completezza informativa di bilancio.

Come anticipato, a seguito delle novità introdotte dal D.lgs. 139/2015, che recepisce la Direttiva contabile 34/2013/UE, il rendiconto è ulteriormente disciplinato dai principi contabili nazionali (OIC 10).

Tale prospetto, infatti, da un lato consente di riassumere in modo organico le informazioni già richieste sinteticamente dalla legislazione, dall'altro rende disponibili informazioni di natura finanziaria altrimenti non ottenibili dallo stato patrimoniale e dal conto economico.

I modelli di rendiconto finanziario proposti in dottrina sono molteplici. Il rendiconto finanziario, in generale, al fine di riassumere l'attività finanziaria dell'impresa deve individuare le movimentazioni intervenute in seno:

- Al Capitale circolante netto (o attività nette a breve), ossia l'eccedenza delle attività a breve o correnti sulle passività a breve o correnti;
- Alla Cassa, ossia disponibilità liquide in cassa e presso banche (cassa e conti correnti bancari attivi) più altri depositi di denaro immediatamente prelevabili senza rischio di cambiamento di valore (ad esempio: conti correnti postali).

Il concetto di risorse finanziarie da utilizzare dipende dall'attività dell'impresa (mercantile, industriale, o di servizi) e dalla significatività delle informazioni ottenibili nelle varie fattispecie.

2.2. Rendiconto finanziario delle variazioni di capitale circolante netto

La predisposizione del rendiconto finanziario in termini di variazioni di capitale circolante netto comporta l'evidenziazione delle attività a breve e delle passività a breve.

La classificazione delle poste attive e passive, ritenuta più appropriata dal Principio contabile n. 12 del CNDCEC per la corretta rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria, è basata sul criterio di liquidità delle poste attive e su quello di esigibilità delle poste passive.

La classificazione delle poste attive e passive dello stato patrimoniale in gruppi omogenei mette in evidenza gli aspetti tecnici e finanziari delle poste stesse. Con tale classificazione si ottengono delle indicazioni circa il grado di mobilità e di equilibrio finanziario dell'impresa. Più precisamente, si individuano, da un punto di vista tecnico, la diversa funzionalità dei componenti del patrimonio aziendale al processo produttivo e, dal punto di vista finanziario, la diversa attitudine a trasformarsi in numerario.

Le attività vanno, pertanto, distinte in due grandi categorie:

- Attività a breve (o correnti);
- Attività immobilizzate.

Le passività vanno anch'esse distinte in due grandi categorie:

- Passività a breve;
- Passività a medio e lungo termine.

Per quanto concerne i criteri da utilizzarsi per attuare tale classificazione, il Principio contabile n. 12 del CNDCEC considera opportuno - per esigenze di ordine pratico - effettuare la predetta classificazione sulla base della seguente convenzione:

1. Assumere, come regola generale, la durata del periodo amministrativo annuale come criterio per la classificazione dei conti, cioè per la separazione delle poste tra attività e passività a breve e attività immobilizzate e passività a medio e lungo termine;
2. Considerare le rimanenze di magazzino come attività a breve.

2.3. Rendiconto finanziario in termini di liquidità

Il rendiconto finanziario in termini di liquidità può essere predisposto secondo le seguenti due impostazioni:

- *Il rendiconto finanziario delle liquidità* che può essere definito tradizionale, pone l'enfasi sull'esposizione delle variazioni nella situazione patrimoniale e finanziaria in termini di liquidità;
- *Il rendiconto finanziario che espone i flussi di liquidità*, che rappresenta l'evoluzione tecnica della prima, invece, pur utilizzando le variazioni nella situazione patrimoniale e finanziaria come strumento di redazione, pone l'enfasi sui flussi di liquidità derivanti da tali variazioni.

L'accezione di liquidità adottata dal OIC 10 è quella di disponibilità liquide in cassa e presso banche più altri depositi di denaro immediatamente prelevabili senza rischio di cambiamento di valore. I Principi contabili dello IASC e altri Principi contabili Esteri considerano come concetto di risorse finanziarie anche il "cash equivalents", che include, oltre alle citate attività, anche attività finanziarie a breve termine altamente liquide. L'utilizzo di risorse finanziarie diverse da quelle sopra individuate rende necessario mettere in evidenza le voci componenti tali risorse, nonché le variazioni subite dalle stesse durante l'esercizio.

Per le banche un importante punto di riferimento è rappresentato dall'International Accounting Standard (IAS) n. 7. Tale principio contabile, infatti, a differenza del principio italiano, riporta un preciso modello del rendiconto finanziario per gli enti creditizi e finanziari.

Lo IAS 7 identifica l'accezione di risorse finanziarie in cash e cash equivalents e classifica i cash flows che ne determinano la variazione nell'esercizio di riferimento in:

- Operazioni della gestione reddituale (operating activities);
- Attività di investimento (investing activities);
- Attività di finanziamento (financing activities).

2.4. Rendiconto finanziario dei flussi di liquidità (cassa)

Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità previsto dal OIC 10 si rifà al Documento n. 7 emesso nel 1992 dall'International Accounting Standards Committee (IASC), a sua volta ispirato dal Documento n. 95 emesso nel 1987 dallo statunitense Financial Accounting Standards Board (FASB).

Il rendiconto dei flussi di liquidità classifica i flussi che determinano le variazioni delle disponibilità liquide in relazione alla tipologia o alla natura dell'operazione che li ha generati, ossia tra:

- Le operazioni della gestione reddituale;

- Le operazioni di investimento;
- Le operazioni di finanziamento.

Per maggiore chiarezza, secondo il Principio Contabile n. 10 dell'OIC e lo IAS n. 7, il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità è un prospetto contabile che presenta le variazioni, positive o negative, delle disponibilità liquide avvenute in un determinato esercizio. In questa logica, i flussi finanziari presentati nel rendiconto traggono origine dall'attività operativa, dall'attività di investimento e dall'attività di finanziamento.

È bene precisare che il tema del rendiconto finanziario dei flussi di liquidità sarà oggetto di ulteriori approfondimenti nella sezione 7 di questa dispensa.

N.b.³ Si badi che, secondo il Principio n. 10, l'attività operativa comprende generalmente le operazioni connesse all'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e alla fornitura di servizi, anche se riferibili a gestioni accessorie, nonché le altre operazioni non ricomprese nell'attività di investimento e di finanziamento.

L'attività di investimento comprende le operazioni di acquisto e di vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate.

L'attività di finanziamento comprende le operazioni di ottenimento e di restituzione delle disponibilità liquide sotto forma di capitale di debito o di capitale di rischio.

Le disponibilità liquide sono rappresentate dai depositi bancari e postali, dagli assegni e dal denaro e valori in cassa. Le disponibilità liquide comprendono anche depositi bancari e postali, assegni e denaro e valori in cassa espressi in valuta estera.

È previsto inoltre che, nella predisposizione del rendiconto finanziario, una società possa aggiungere ulteriori flussi finanziari rispetto a quelli previsti negli schemi di riferimento qualora sia necessario ai fini della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione finanziaria. A tal fine, alcuni ritengono auspicabile, laddove possibile, tenere separati – in apposita sezione – gli investimenti in attività accessorie e i redditi a essa connessi.

2.5. *Le operazioni della gestione reddituale*

Le operazioni della gestione reddituale sono costituite dalle principali attività generatrici di ricavi e dalle altre attività che non siano né di investimento né di finanziamento. Esse riguardano la principale attività gestionale e, pertanto, sono costituite generalmente dalle operazioni relative alla produzione e distribuzione di beni e alla fornitura di servizi.

Si riportano, in via esemplificativa, i flussi generati o assorbiti dalle operazioni di gestione reddituale:

- Incassi derivanti dalla vendita di prodotti o alla prestazione di servizi;
- Incassi di royalties, provvigioni, rimborsi assicurativi;
- Pagamenti per l'acquisto di materia prima, semilavorati, merci e altri fattori produttivi;

³ Per ulteriori approfondimenti, si suggerisce la lettura del libro: Dallocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda* - IV edizione, EGEA, Milano, 2021.

- Pagamenti ai dipendenti;
- Pagamenti e rimborsi di imposte;
- Altri flussi positivi o negativi derivanti da operazioni diverse da quelle di investimento o finanziamento.

I flussi di liquidità generati o assorbiti dalle operazioni della gestione reddituale si determinano con il metodo indiretto, cioè rettificando il risultato dell'esercizio per tenere conto degli effetti delle operazioni che hanno determinato differimenti nelle variazioni di liquidità (ad esempio: aumenti di crediti, di debiti, del magazzino, ecc.) nonché di quelle operazioni i cui effetti devono essere ricompresi tra i flussi connessi ad operazioni d'investimento o finanziamento (ad esempio: plusvalenze o minusvalenze su cespiti ceduti).

2.6. *Le operazioni di investimento*

Le operazioni di investimento sono costituite dalle attività di acquisizione e di dismissione di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.

Si riportano, in via esemplificativa, i flussi relativi alle predette operazioni:

- Erogazione di prestiti o rimborso degli stessi;
- Acquisti o vendite di fabbricati, impianti, attrezzature o altre immobilizzazioni materiali;
- Acquisti o vendite di beni immateriali, quali brevetti;
- Acquisti o cessioni di partecipazioni in imprese controllate e collegate;
- Acquisti o cessioni di altre partecipazioni e altri titoli, inclusi quelli di stato e le obbligazioni.

2.7. *Le operazioni di finanziamento*

Le operazioni di finanziamento sono rappresentate dalle attività da cui derivano variazioni nell'entità e nella composizione del patrimonio netto e nell'indebitamento a medio-lungo termine dell'impresa.

Si riportano, in via esemplificativa, i flussi relativi alle operazioni di finanziamento:

- Emissione di azioni o di quote rappresentative del capitale di rischio, pagamento dei dividendi o rimborso del capitale (anche sotto forma di acquisto di azioni proprie);
- Emissione o rimborso di prestiti obbligazionari, accensione o restituzione di mutui;
- Incremento o decremento di altri debiti, anche a breve o medio termine, aventi natura finanziaria.

Gli interessi ed i dividendi pagati, data la natura delle operazioni da cui scaturiscono, possono essere considerati flussi derivanti da operazioni di finanziamento e gli interessi e i dividendi ricevuti possono essere considerati flussi derivanti da operazioni di investimento. Alternativamente, tutti questi flussi possono essere considerati flussi derivanti dalla gestione reddituale, in quanto rientrano nella determinazione del reddito di esercizio. In ogni caso ciascuno di tali flussi deve essere esposto separatamente nell'ambito della categoria scelta e tale classificazione deve essere mantenuta costante

nel tempo. In altri termini non può essere esposto un unico ammontare per dividendi e interessi.

3. L'analisi di bilancio

3.1. Tecniche contabili di bilancio

Nei paragrafi precedenti si è accennato che il bilancio d'esercizio può considerarsi un modello di rappresentazione della realtà aziendale. Tuttavia, la rappresentazione fornita dagli schemi obbligatori di natura civilistica non consente di esprimere un giudizio immediato sulla effettiva situazione economica, finanziaria e patrimoniale della realtà aziendale che si vuole analizzare. Ciò è dovuto:

- In parte ad un margine di discrezionalità tollerato dalle norme civilistiche in materia di rappresentazione, rilevazione e valutazione delle poste di bilancio, solo in parte contrastato da un certo consenso circa la conformità ai principi contabili;
- In parte ai criteri seguiti per la redazione del bilancio, laddove l'aspetto normativo prevale su quello gestionale.

Per questo motivo si sono sviluppate negli anni diverse metodologie e tecniche contabili finalizzate alla rivisitazione del bilancio civilistico in chiave gestionale, con l'obiettivo di estrarre dai bilanci disponibili una serie di informazioni di natura economica e finanziaria capaci, da un lato, di orientare l'azione di governo aziendale, e, dall'altro, di consentire una analisi sintetica della realtà aziendale da parte di analisti esterni. Questo approccio, denominato più genericamente “analisi di bilancio”, è riconducibile ad alcune tecniche fondamentali:

- La riclassificazione del bilancio;
- L'analisi per margini e per indici;
- L'analisi dei flussi finanziari.

Resta inteso che una accurata analisi di bilancio deve essere necessariamente preceduta da una analisi formale, il cui fine è accertare l'attendibilità dei valori contabili e la conformità ai principi contabili. In base ai criteri che orientano l'indagine dell'analista, le analisi sono generalmente riconducibili alle seguenti tipologie:

- Analisi di struttura;
- Analisi spaziali;
- Analisi dinamiche.

Le analisi di struttura, indagano la situazione economica, finanziaria e patrimoniale di un'azienda con riferimento ad un determinato istante: vengono quindi elaborate a partire da un unico bilancio d'esercizio.

Le analisi spaziali, si propongono di confrontare le prestazioni di più aziende con riferimento allo stesso istante (*benchmarking*). Richiedono, pertanto, la disponibilità di un bilancio per ciascuna delle aziende che si vuole analizzare, riferito allo stesso istan-

te temporale. Vengono denominate anche analisi temporali, seriali o di trend. Perché una analisi spaziale sia efficace è necessario che:

- Le aziende indagate operino nello stesso settore in condizioni strutturali e gestionali similari;
- Siano applicati gli stessi criteri per la contabilizzazione, la rappresentazione e la valutazione delle varie poste patrimoniali e reddituali.

Le analisi spaziali possono essere sviluppate con riferimento a dati standard di settore (in tal caso vengono denominate “analisi di posizione”).

Le analisi dinamiche, si propongono di analizzare la dinamica economica, finanziaria e patrimoniale di un’azienda nel tempo. L’analisi viene condotta a partire da più bilanci consecutivi della stessa azienda. Perché una analisi dinamica sia efficace è necessario che:

- Non siano intervenuti mutamenti radicali nella gestione d’impresa (scorpori, fusioni, cessioni di rami d’azienda);
- I confronti siano effettuati sui soli dati relativi alla gestione ordinaria;
- Non siano intervenuti processi inflazionistici rilevanti;
- Le regole di contabilizzazione e valutazione non siano mutate nel tempo.

Le analisi dinamiche, a loro volta, possono suddividersi in *analisi storiche* (relative all’analisi degli esercizi già conclusi) e analisi *prospettive* (finalizzate alla programmazione economico-finanziaria degli esercizi futuri). Con riferimento alle finalità informative, le analisi possono essere classificate in:

- *Analisi interne*, intraprese da amministratori, dirigenti, responsabili di funzione e professionisti, a supporto delle attività di governo e gestione operativa;
- *Analisi esterne*, sviluppate da soggetti esterni (azionisti, istituti di credito, fornitori, analisti finanziari, ecc.) Interessati all’andamento della gestione per eventuali investimenti, acquisizioni, concessioni di aperture di credito, profili di solvibilità, studi di settore, ecc.

Con riferimento alle tecniche contabili utilizzate, le analisi possono, a loro volta, classificarsi in:

- *Analisi per margini*. Si propone di confrontare e verificare l’equilibrio tra alcune poste aggregate dello stato patrimoniale o del conto economico, facendone la differenza algebrica (i valori così ottenuti vengono definiti *margini*).
- *Analisi per indici*. Si propone di mettere a confronto alcune poste aggregate dello stato patrimoniale e/o del conto economico, attraverso rapporti (i valori così ottenuti vengono definiti *indici o ratio*). Viene utilizzata sia per le analisi di struttura, che per le analisi spaziali e dinamiche.
- *Analisi per flussi*. Fornisce uno strumento interpretativo dei principali indici finanziari, consentendo di individuare le ragioni delle variazioni intervenute nella struttura

ra finanziaria, con particolare riferimento al fabbisogno finanziario (impieghi) ed alla sua copertura (fonti).

Come già accennato, la gestione d'impresa riguarda il complesso di operazioni economico-finanziarie finalizzate al perseguitamento degli obiettivi aziendali (ricordiamo che l'obiettivo primario di ogni impresa è il raggiungimento di un reddito capace di remunerare adeguatamente il capitale investito). L'aspetto economico della gestione è focalizzato sulla capacità reddituale dell'impresa, attraverso le relazioni tra i flussi relativi ai ricavi di vendita ed i flussi relativi ai costi dei fattori produttivi acquisiti. Per contro l'aspetto finanziario della gestione, attraverso una equilibrata dinamica dei flussi monetari-finanziari, si propone di realizzare una solida struttura finanziaria-patrimoniale e, allo stesso tempo, garantire un grado di liquidità e solvibilità compatibile con la dinamica economica.

Da qui l'interesse per l'analista ad indagare la condizione di equilibrio generale dell'impresa, quale risultato coordinato e sinergico di tre diverse condizioni di equilibrio:

- ❖ L'equilibrio economico, ossia la capacità dell'impresa di produrre reddito (quale differenza tra i flussi dei ricavi di vendita ed i flussi relativi ai costi dei fattori produttivi) in modo da remunerare tutti i fattori produttivi, compreso il capitale;
- ❖ L'equilibrio finanziario, ossia la capacità dell'impresa di garantire le uscite monetarie-finanziarie richieste dallo svolgimento della gestione;
- ❖ L'equilibrio patrimoniale, ossia la capacità dell'impresa di garantire il bilanciamiento tra le fonti (finanziamenti) e gli impieghi (investimenti), nonché una situazione di indebitamento (rapporto tra capitale proprio e capitale di terzi) sostenibile (sotto il profilo reddituale e monetario).

4. La Riclassificazione del Bilancio

4.1. Premessa

Anche una lettura del bilancio d'esercizio non sempre consente l'interpretazione immediata ed esaustiva circa la situazione economica e finanziaria dell'azienda analizzata. Ne consegue che il bilancio può essere considerato una indispensabile fonte di informazioni che, tuttavia, richiede alcune riclassificazioni ed elaborazioni prima di consentire una accurata analisi ed interpretazione della gestione e degli accadimenti aziendali.

La riclassificazione del bilancio rappresenta il punto di partenza per le analisi economico-finanziarie che verranno sviluppate nei paragrafi seguenti. Nel seguito viene illustrata la riclassificazione dello stato patrimoniale (secondo il criterio finanziario e il criterio delle aree funzionali) e la riclassificazione del conto economico.

È bene precisare che la riclassificazione dello stato patrimoniale altro non è che una riaggregazione delle poste di bilancio utile alla migliore comprensione:⁴

⁴ Per ulteriori approfondimenti, si suggerisce la lettura del libro: Dallocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda* - IV edizione, EGEA, Milano, 2021.

- del modello di business;
- della performance aziendale;
- dei rischi operativi;
- dei rischi finanziari.

I criteri maggiormente in uso per la riclassificazione dello stato patrimoniale sono due:

- *Il criterio finanziario o, meglio ancora, della liquidità/esigibilità.* Sulla base del quale le poste dell'attivo sono suddivise sulla base dei tempi di trasformazione dei rispettivi impieghi in liquidità e le poste del passivo in base alla scadenza delle relative obbligazioni.
- *Il criterio delle aree funzionali o, meglio ancora, della pertinenza gestionale.* Sulla base del quale le poste del bilancio sono suddivise sulla base della loro afferenza o meno all'attività tipica d'impresa e delle altre gestioni.

Il criterio di pertinenza gestionale è in genere quello preferito per la riclassificazione dello stato patrimoniale quando l'obiettivo dell'analisi è la comprensione del profilo economico e finanziario del modello di business e per la valorizzazione del capitale economico aziendale.

Il criterio della liquidità/esigibilità è invece utilizzato con maggior frequenza per valutare la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni assunti nei confronti dei propri finanziatori.

4.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario (criterio della liquidità/esigibilità)

L'analisi dello stato patrimoniale sulla base del criterio finanziario si propone di:

- misurare il grado di solvibilità dell'azienda;
- misurare il grado di liquidità dell'impresa;
- valutare, in via preliminare, il capitale netto nello scenario sfavorevole di fallimento/liquidazione.

I risultati prodotti dall'utilizzo di questa metodologia sono particolarmente utili a due principali categorie di stakeholder aziendali:

- *azionisti e/o proprietari*, al fine di classificare tutto ciò che è posseduto dall'azienda rispetto a ciò che l'azienda dovrà restituire a terzi;
- *creditori*, per valutare la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni presi.

L'elemento discriminante per l'aggregazione dei valori patrimoniali secondo il criterio della liquidità/esigibilità è il “tempo”. L'obiettivo è raggruppare le poste dell'attivo e passivo secondo il loro tempo di trasformazione in moneta, rappresentando pertanto in bilancio le singole attività in funzione della loro liquidità, e le passività secondo la loro durata

Secondo l'art. 2424 del codice civile l'attivo dello stato patrimoniale viene distinto nelle due classi delle immobilizzazioni e delle disponibilità (capitale circolante) in base al criterio della destinazione. A fini dell'analisi economica e finanziaria risulta più conveniente una ulteriore riclassificazione dell'attivo in base al grado di liquidità o grado di realizzabilità dei singoli investimenti. Per grado di liquidità si intende

l'attitudine di ciascuna posta a trasformarsi in denaro contante nel breve periodo (entro l'anno) o nel medio-lungo periodo (oltre l'anno). Possiamo così suddividere l'attivo in due blocchi:

- Gli investimenti di medio-lungo periodo (capitale fisso, attivo fisso o immobilizzazioni) – Attivo consolidato;
- Gli investimenti di breve periodo (investimenti in capitale circolante o attività correnti) – Attivo a breve.

Il capitale fisso (attivo consolidato) comprende i beni destinati a rimanere durevolmente nel capitale aziendale, partecipando ai processi produttivi che si attuano in più periodi amministrativi. Comprende:

- Le immobilizzazioni materiali;
- Le immobilizzazioni immateriali;
- Le immobilizzazioni finanziarie.

Il capitale circolante comprende gli investimenti relativi alle risorse della gestione corrente (si è soliti affermare che il capitale circolante lordo serve a finanziare il normale ciclo produttivo). In pratica il capitale circolante comprende tutte le poste attive che, attraverso il ciclo economico-tecnico, si presume possano trasformarsi in denaro liquido entro l'anno.

Ai fini della riclassificazione il capitale circolante (attivo a breve) viene suddiviso in:

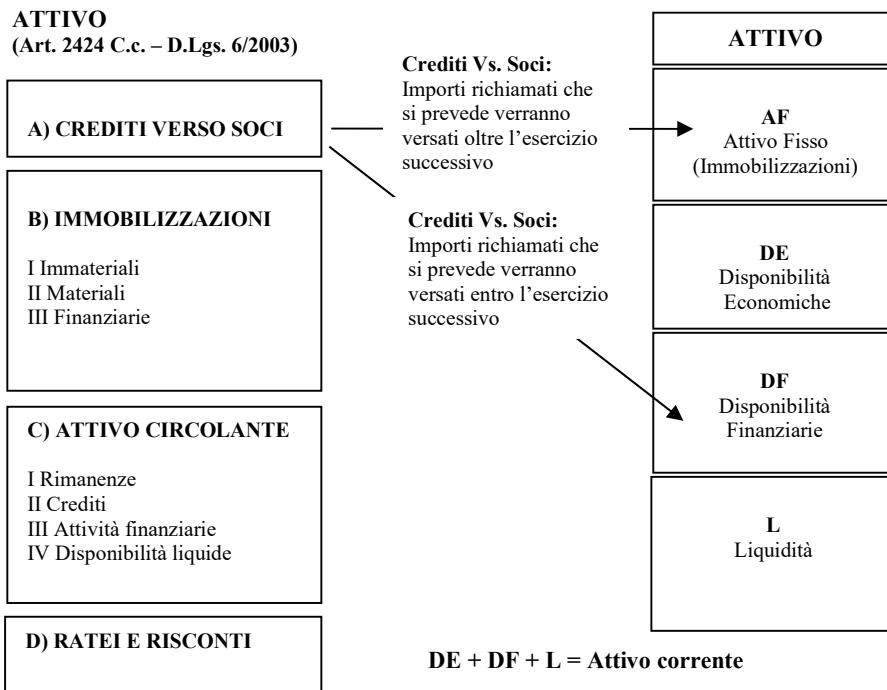
- *Disponibilità economiche*: poste destinate al consumo (es. Materie prime e semi-lavorati) o alla vendita (es. Prodotti finiti), che possono ritornare liquide solo al termine del ciclo economico-tecnico. In questa categoria ricadono anche gli anticipi a fornitori. Naturalmente, non è da includere in questo aggregato quella parte di magazzino che per via dell'obsolescenza, o per una gestione delle scorte di tipo cautelativo o speculativo, non è previsto che venga ceduta nei dodici mesi successivi alla redazione del bilancio;
- *Disponibilità finanziarie (liquidità differite)*: disponibilità liquide differite, che si trasformano in liquidità entro l'anno (crediti commerciali “destinati all'incasso”, finanziamenti a breve, effetti attivi, ecc.);
- *Liquidità immediate*: poste assimilabili al denaro contante e a valori equivalenti (conti correnti bancari e postali, valori bollati, titoli di stato a breve scadenza, ecc.).

Da ultimo, è importante considerare che le poste dell'attivo per le quali sia stato previsto un corrispondente fondo passivo devono essere iscritte al netto dell'ammontare del fondo stesso.

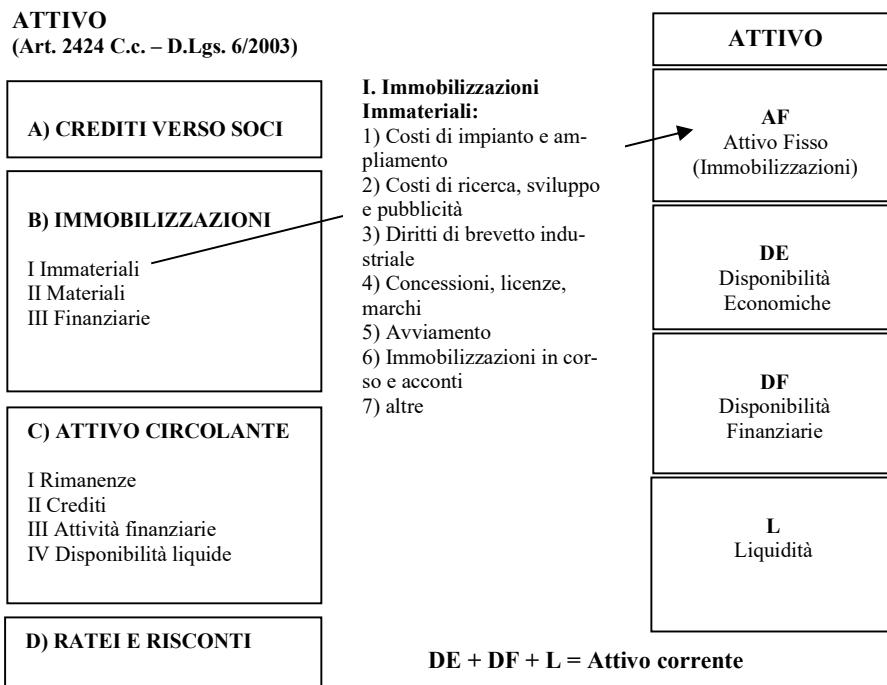
Da un punto di vista operativo, il processo di riclassificazione consiste nel trasformare lo stato patrimoniale civilistico nello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario.

Le schede che seguono illustrano, per ciascuna delle macroclassi dell'attivo, le modalità di riclassificazione secondo il criterio finanziario.

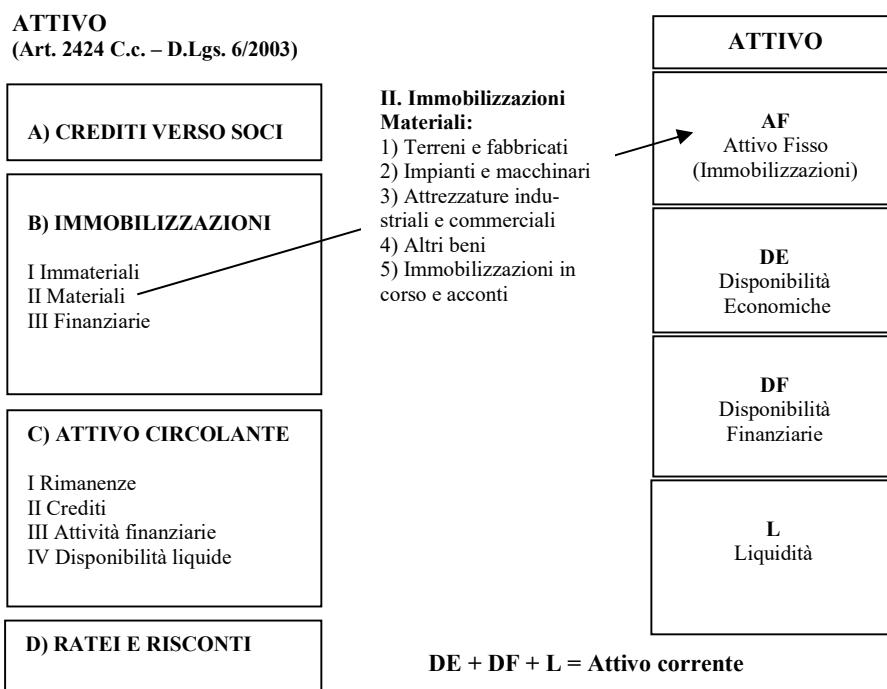
A) Crediti verso soci



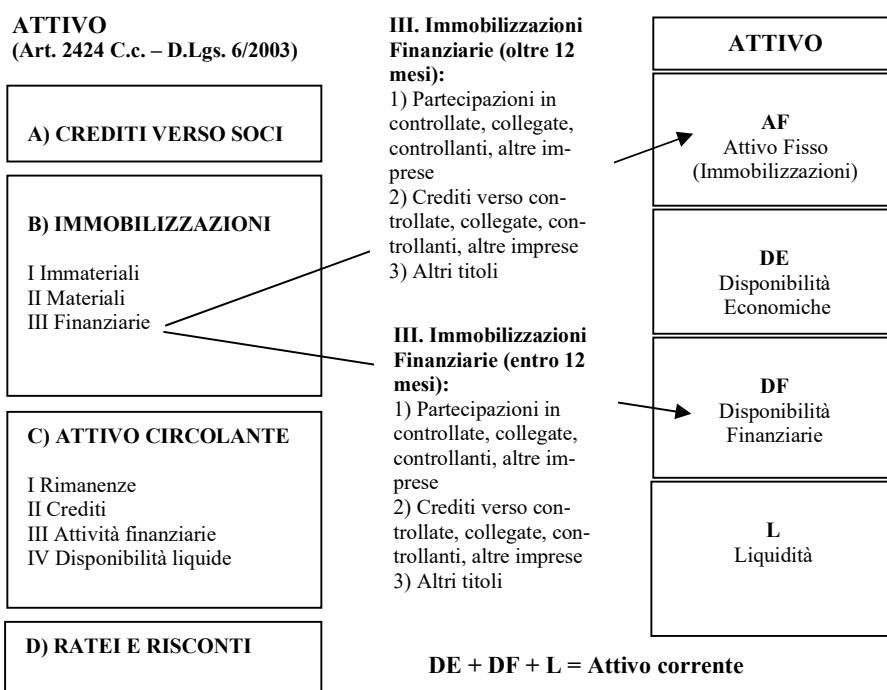
B) Immobilizzazioni – I. Immobilizzazioni immateriali



B) Immobilizzazioni – II. Immobilizzazioni materiali

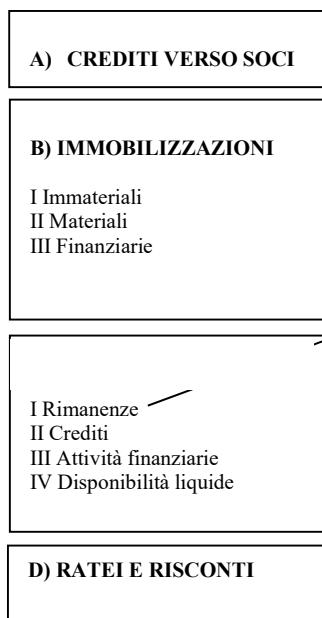


B) Immobilizzazioni – III. Immobilizzazioni finanziarie



C) Attivo circolante - I. Rimanenze

ATTIVO
(Art. 2424 C.c. – D.Lgs. 6/2003)



- I. Rimanenze:**
 1) Materie prime, sussidiarie, ecc.
 2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati
 3) Lavori in corso su ordinazione
 4) Prodotti finiti e merci
 5) Acconti

ATTIVO

AF
Attivo Fisso
(Immobilizzazioni)

DE
Disponibilità Economiche

DF
Disponibilità Finanziarie

L
Liquidità

$$\mathbf{DE + DF + L = Attivo corrente}$$

C) Attivo circolante - II. Crediti

ATTIVO
(Art. 2424 C.c. – D.Lgs. 6/2003)



II. Crediti (oltre 12 mesi):

- 1) Verso clienti
- 2) Verso imprese controllate
- 3) Verso imprese collegate
- 4) Verso imprese controllanti
- 5) Verso altri

ATTIVO

AF
Attivo Fisso
(Immobilizzazioni)

DE
Disponibilità Economiche

DF
Disponibilità Finanziarie

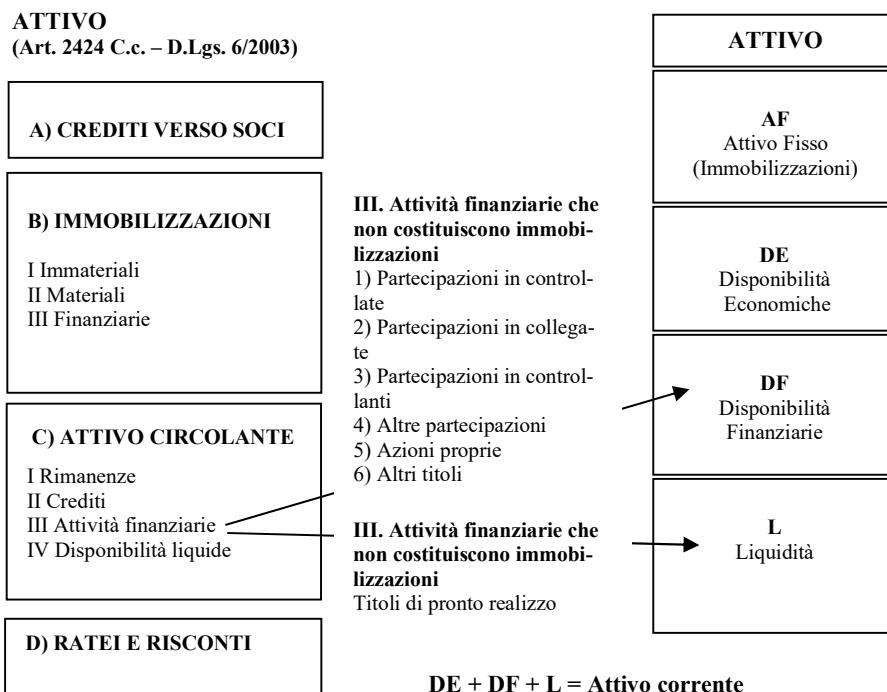
L
Liquidità

II. Crediti (entro 12 mesi):

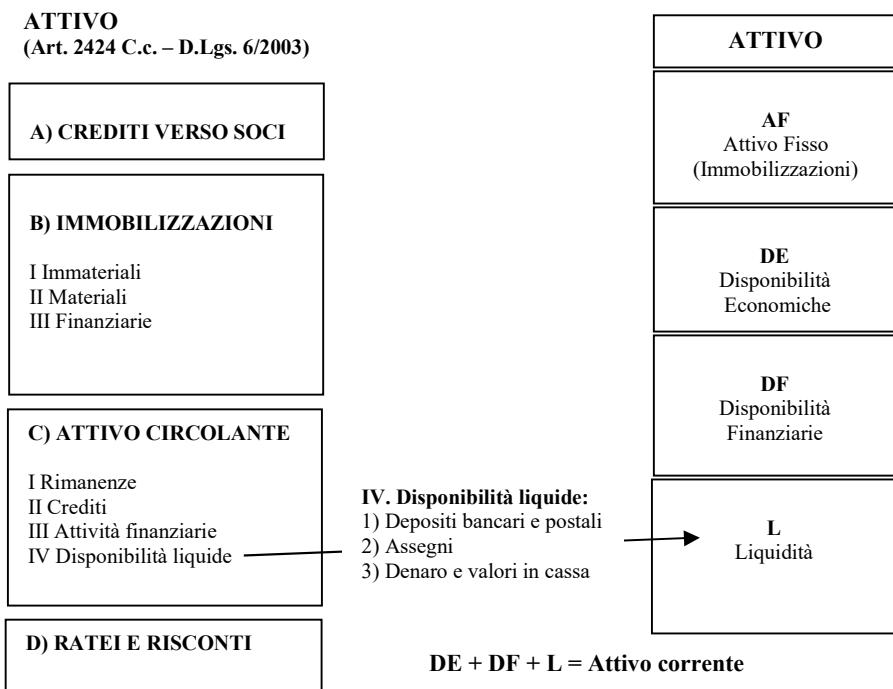
- 1) Verso clienti
- 2) Verso imprese controllate
- 3) Verso imprese collegate
- 4) Verso imprese controllanti
- 5) Verso altri

$$\mathbf{DE + DF + L = Attivo corrente}$$

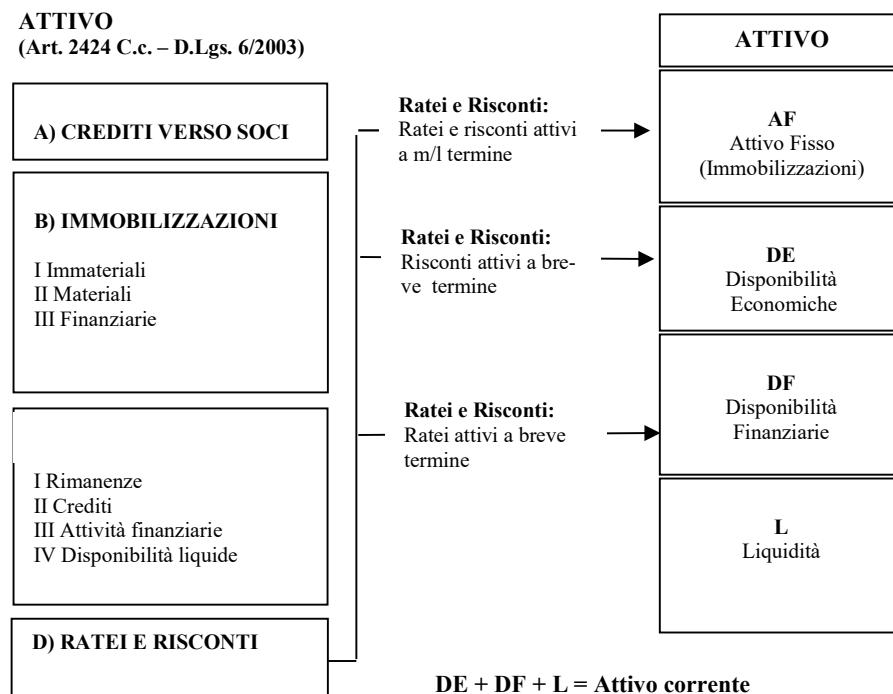
C) Attivo circolante - III. Attività finanziarie



C) Attivo circolante - IV. Disponibilità liquide



D) Ratei e Risconti



Facendo ricorso a una classificazione speculare, è possibile riclassificare anche le voci componenti il passivo patrimoniale, fondando la classificazione sulla “scadenza temporale” delle singole poste.

Illustriamo, quindi, la riclassificazione del passivo dello stato Patrimoniale, utilizzando, quale criterio, la durata dei finanziamenti (grado di esigibilità), distinguendo tra:

- Finanziamenti di breve periodo (entro l'anno successivo);
- Finanziamenti di medio-lungo periodo (oltre l'anno successivo).

I finanziamenti di medio-lungo periodo (capitale permanente, passività consolidate o a lungo termine) sono costruiti dal patrimonio netto (o capitale netto) e dalle passività di medio-lungo periodo (passività consolidate). I finanziamenti di breve periodo sono dati dalle passività correnti (passività a breve termine o capitale corrente). Il passivo può essere altresì essere rielaborato in base all'origine delle fonti di finanziamento, distinguendo tra fonti interne (capitale proprio o patrimonio netto) e fonti esterne (capitali di terzi).

Il passivo dello stato patrimoniale comprende:

- *Il patrimonio netto (o capitale netto)*: costituito dal capitale sociale (apporto iniziale dei soci, eventualmente integrato successivamente), riserve (utili accantonati e non distribuiti ai soci) e il risultato d'esercizio. Per maggiore chiarezza, il capitale netto si compone del capitale sociale, da talune tipologie di fondi (quali i fondi di rivalutazione ed eventuali contributi a fondo perduto), le riserve obbligatorie e

facoltative e gli utili di esercizio iscritti a riserva. Le eventuali perdite sono inserite a detrazione di quest'ultima.

- *Le passività consolidate:* comprendono i debiti pluriennali (debiti verso banche e fornitori con scadenza oltre l'esercizio, fondo trattamento di fine rapporto e fondo per rischi ed oneri per la quota che si prevede avere manifestazione oltre l'esercizio, ratei e risconti pluriennali, ecc.). Per maggiore chiarezza, le passività consolidate includono tutti i debiti il cui rimborso è previsto su scadenze maggiormente protratte. Si tratta *in primis* del debito residuo sui mutui in essere, dei prestiti obbligazionari, dei debiti verso soci per i finanziamenti erogati alla propria società, dei debiti previdenziali. Anche il fondo di trattamento di fine rapporto rientra in questa categoria.
- *Le passività correnti (o passività a breve termine):* comprendono i debiti verso banche, fornitori ed erario che devono essere onorati entro l'anno, fondo trattamento di fine rapporto e fondo per rischi ed oneri per la quota che si prevede di corrispondere nell'esercizio. Per maggiore chiarezza, le passività a breve termine, in analogia con i crediti, comprendono i debiti con liquidazione prevista entro l'esercizio, fra cui gli scoperti di conto corrente bancario, i debiti nei confronti di fornitori, il fondo imposte e le quote di debiti a più lunga scadenza che saranno liquidati durante i dodici mesi successivi la chiusura dell'esercizio. Tra questi ultimo figurano le quote di indennità di fine rapporto e le rate di mutui o di altri prestiti per le quali è previsto il rimborso entro l'esercizio.

Nota Bene.

Si rammenta che *la somma delle passività totali e del capitale netto deve essere pari al totale delle poste iscritte all'attivo.*

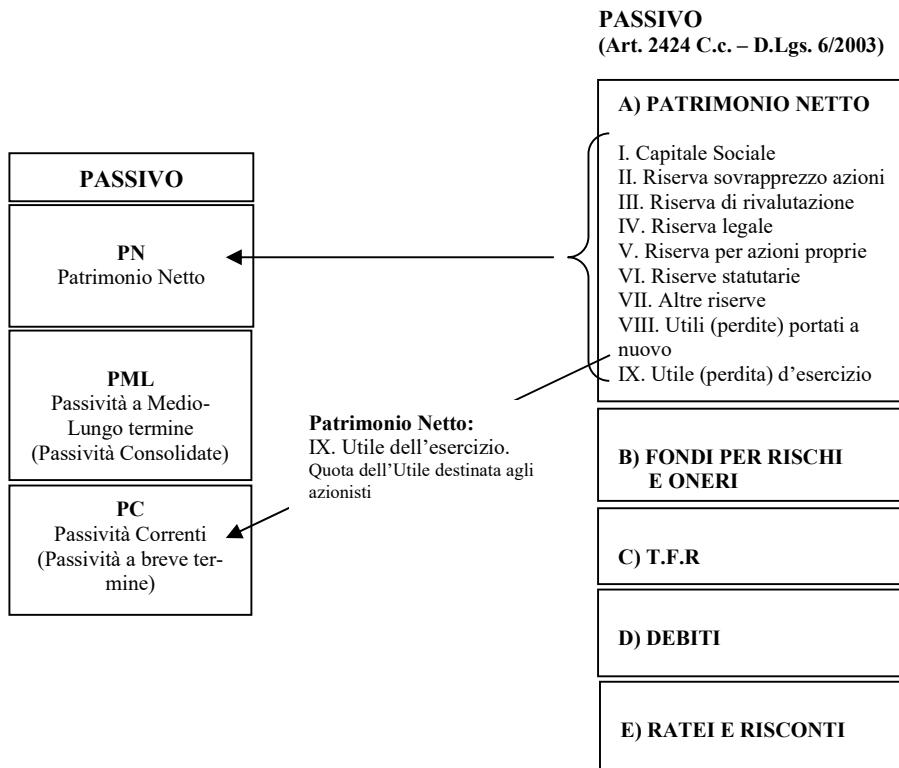
Il prospetto contabile appena descritto è utile poiché offre una visione di sintesi delle determinanti e delle componenti del valore contabile del patrimonio netto. È opportuno segnalare allo studente che i valori iscritti in bilancio sono di natura squisitamente contabile, e non riflettono pertanto in ampia parte un vero e proprio valore finanziario o di mercato, poiché sui tratta di valori che fanno riferimento a poste iscritte tendenzialmente al costo storico che, come è agevole intuire, può a sua volta rivelarsi profondamente differente dal valore "corrente".

Il valore contabile del patrimonio netto (o **Book Value of Equity**) è uguale alla seguente formula:

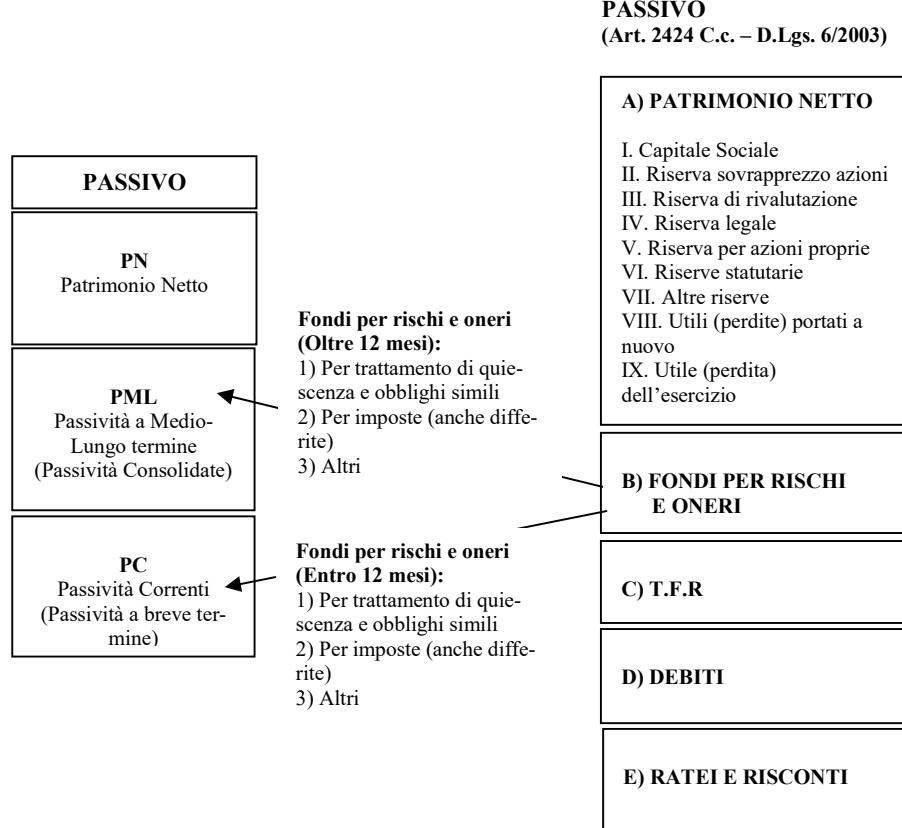
$$\begin{aligned} &+ \text{Attivo consolidato} \\ &+ \text{Attivo a breve} \\ &- \text{Passività a breve e consolidate} \\ &= \text{Valore contabile del patrimonio netto (Book Value of Equity)} \end{aligned}$$

Le figure che seguono illustrano, per ciascuna delle macroclassi del passivo civilistico, le modalità di riclassificazione secondo il criterio finanziario.

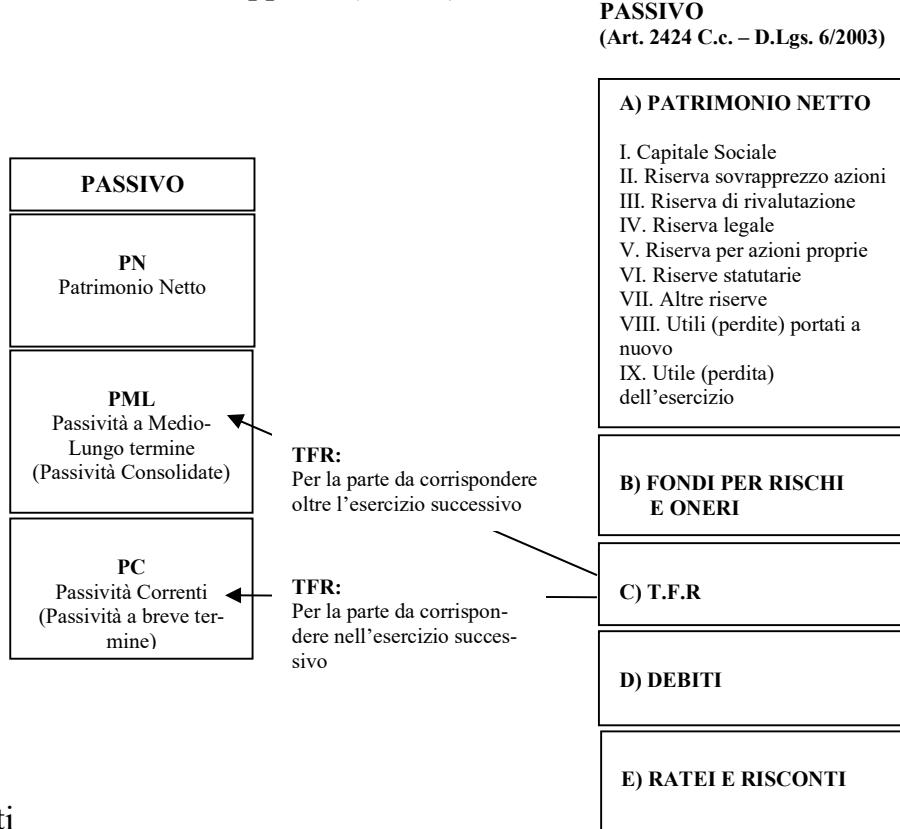
A) Patrimonio Netto



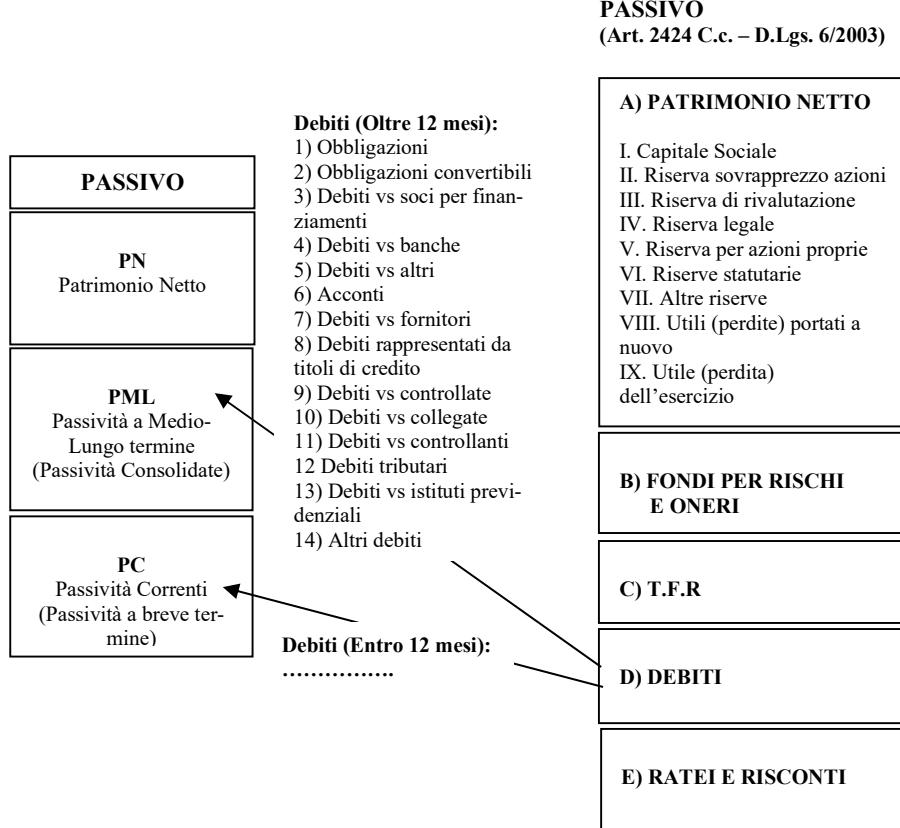
B) Fondi per rischi e oneri



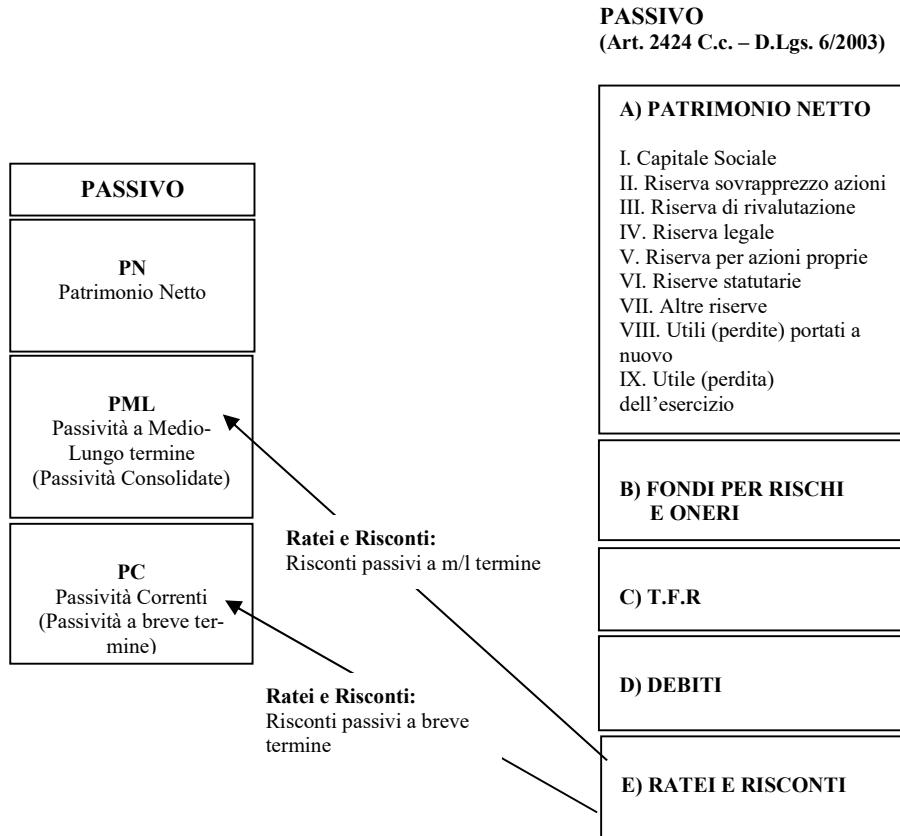
C) Trattamento di Fine Rapporto (T.F.R.)



D) Debiti



E) Ratei e Risconti



4.3 La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale (o criterio della pertinenza gestionale)

Lo stato patrimoniale riclassificato per aree funzionali segue il criterio della pertinenza gestionale: le poste dell'attivo e del passivo vengono raggruppate in base alla loro appartenenza o meno alla gestione operativa dell'azienda. In pratica le fonti e gli impieghi di capitale vengono differenziati in funzione della destinazione economica degli investimenti, favorendo una lettura del bilancio in chiave operativa, maggiormente rappresentativa dell'efficienza e della redditività d'impresa.

In altri termini, la metodologia di riclassificazione basata sul criterio funzionale o di pertinenza gestionale ha l'obiettivo di esaminare nel dettaglio le risorse di capitale investite nelle attività operative dell'impresa e le modalità di finanziamento adottate. Gli scopi principali sono:

- illustrare la relazione tra attività operative e le passività di un'azienda;
- calcolare il tasso di rendimento del capitale investito e del capitale proprio;
- valutare il capitale proprio di una società nel presupposto di continuità aziendale (logica c.d. *going concern*).

Come base di partenza consideriamo lo schema di stato patrimoniale. Questo schema evidenzia che gli impieghi (investimenti) sono finanziati dal patrimonio netto e dai mezzi di terzi (debiti).

Per quanto concerne gli impieghi, il nuovo criterio di riclassificazione ci porta ad evidenziare il Capitale Investito Operativo, CIO (investimenti direttamente correlati

alla gestione operativa: ad. Es. i crediti commerciali verso clienti, le disponibilità di magazzino, nonché le attività operative fisse quali macchine, impianti, ecc.), differenziandolo dagli investimenti non operativi (Impieghi Extra-Operativi o Attività accessorie).

Per quanto riguarda le fonti è importante differenziare i “mezzi di terzi” (debiti) in:

- *Passività operative (correnti)*: debiti riconducibili al ciclo economico-tecnico (si pensi ai debiti commerciali verso i fornitori ed ai costi dei fattori produttivi assorbiti dal ciclo acquisti→produzione→vendita).
- *Debiti finanziari* (debiti a titolo oneroso). In sede di riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale (o criterio della pertinenza gestionale), è prassi evidenziare questa posta al netto delle liquidità immediate. Parliamo, ovviamente, della Posizione Finanziaria Netta (PFN). In questa sede si è ritenuto opportuno non acclarare la PFN, limitandoci unicamente ad allocare le liquidità nel Capitale Investito Operativo (CIO).

Si perviene così allo schema di stato patrimoniale riclassificato come in Figura 1.

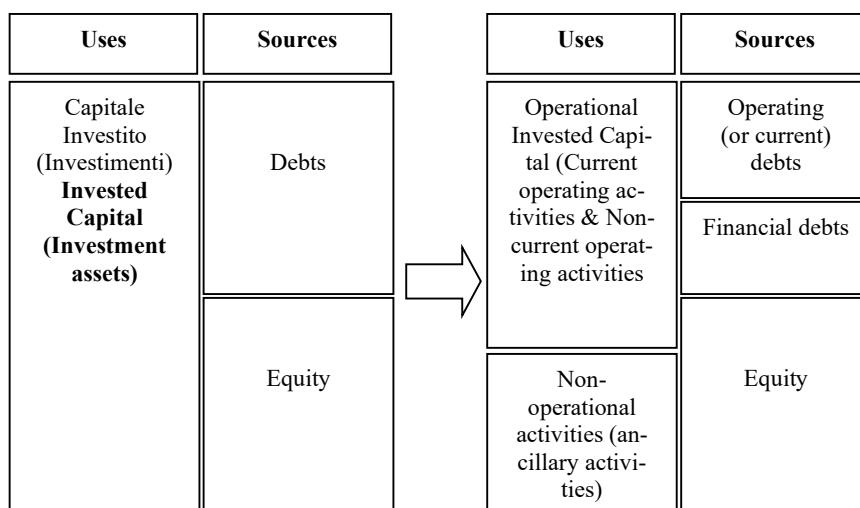


Figura 1. Concettualizzazione grafica dello Stato Patrimoniale riclassificato col criterio della pertinenza gestionale

Sottraendo al Capitale Investito Operativo le passività operative (correnti) si perviene alla nozione di “Capitale Investito Operativo Netto” o “Capitale Investito Netto Operativo” (CION o CINO), che rappresenta il capitale effettivamente investito nella gestione operativa (v. Fig. 2).

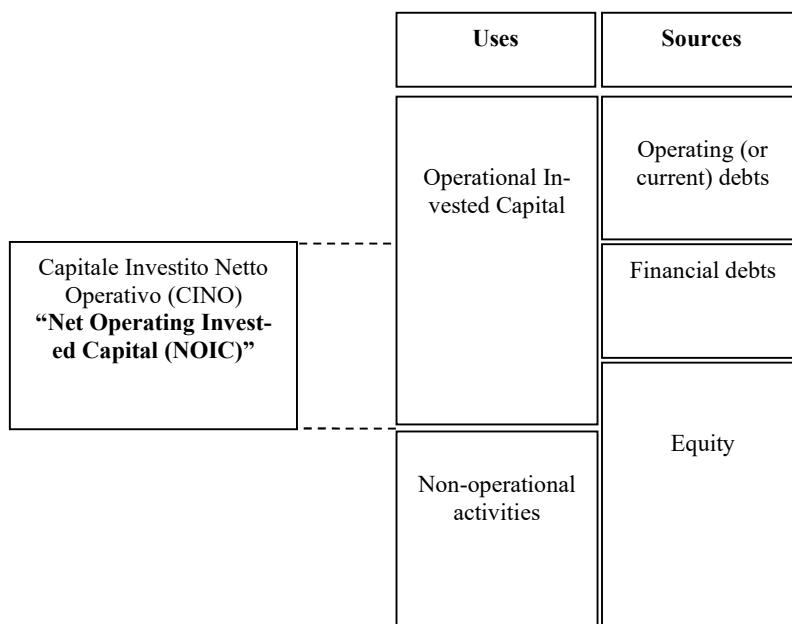


Figura 2. Concettualizzazione grafica del CION (CINO)

Il Ragionamento svolto ci porta allo schema di stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale o gestionale (v. Fig. 3).

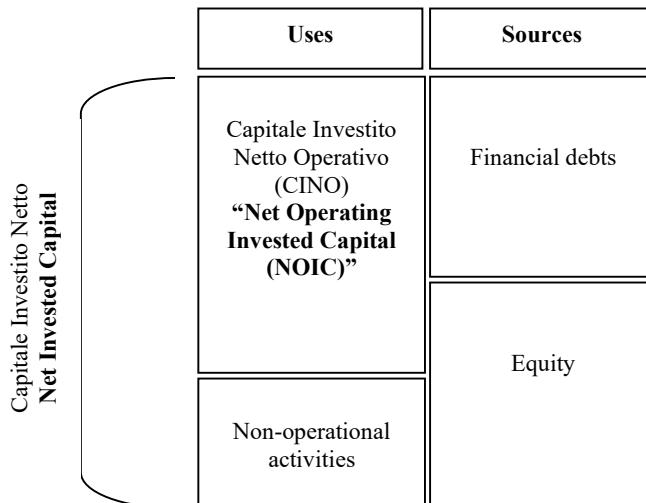
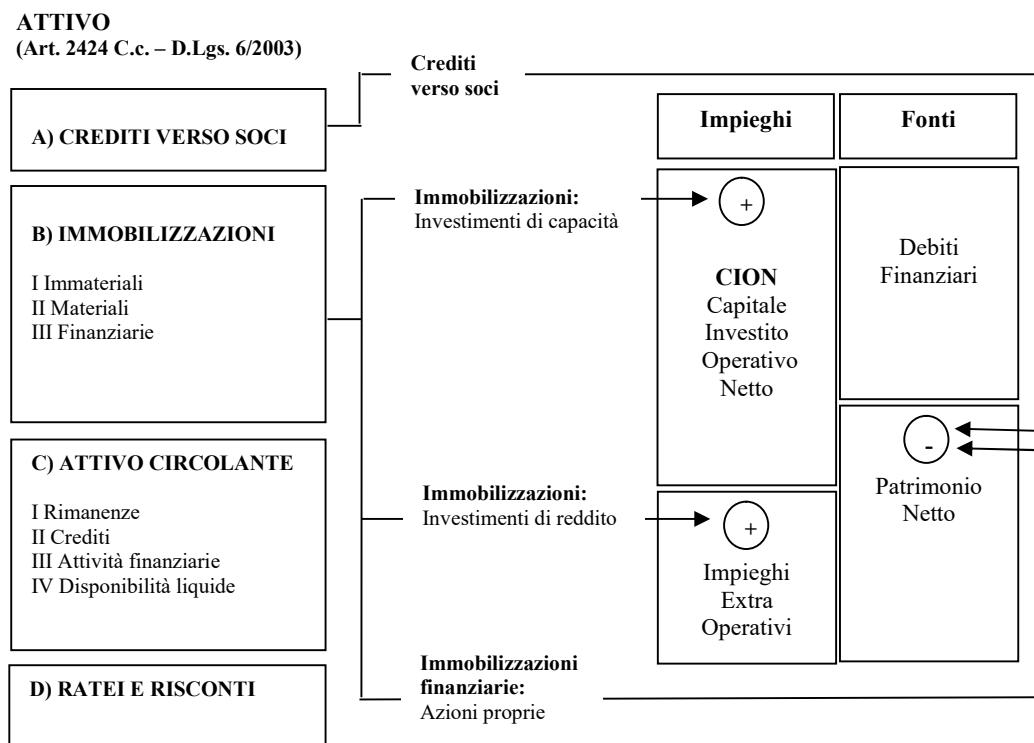


Figura 3. Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale

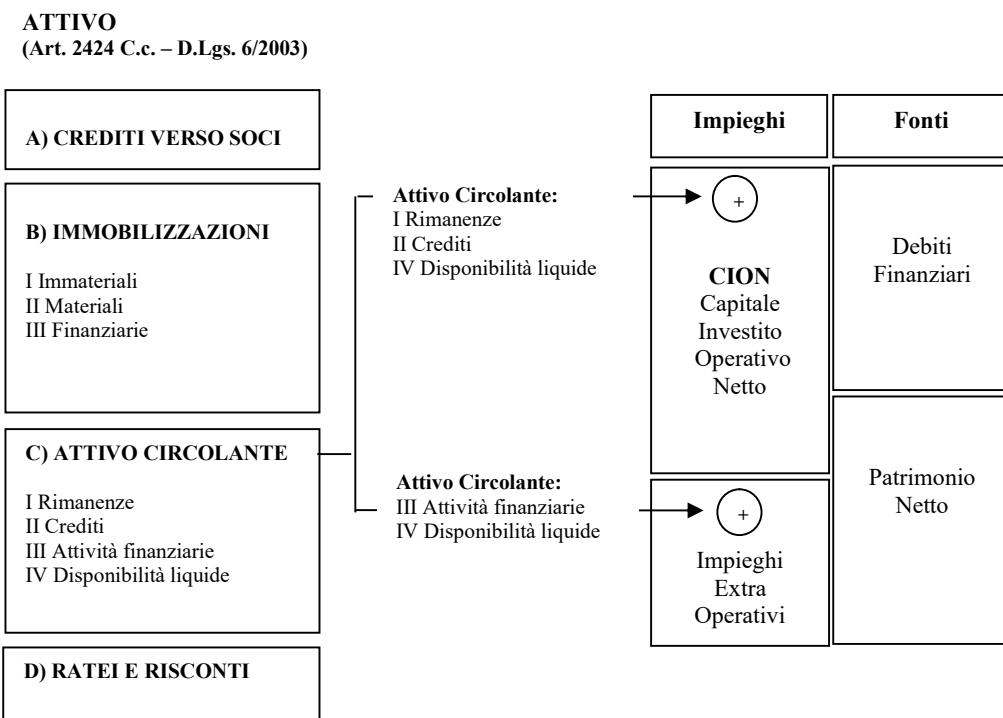
Il processo di riclassificazione consiste, quindi, nel trasformare lo stato patrimoniale civilistico nello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale.

Le figure che seguono illustrano, per ciascuna delle macroclassi del patrimonio civilistico, le modalità di riclassificazione.

A) Crediti verso soci B) Immobilizzazioni

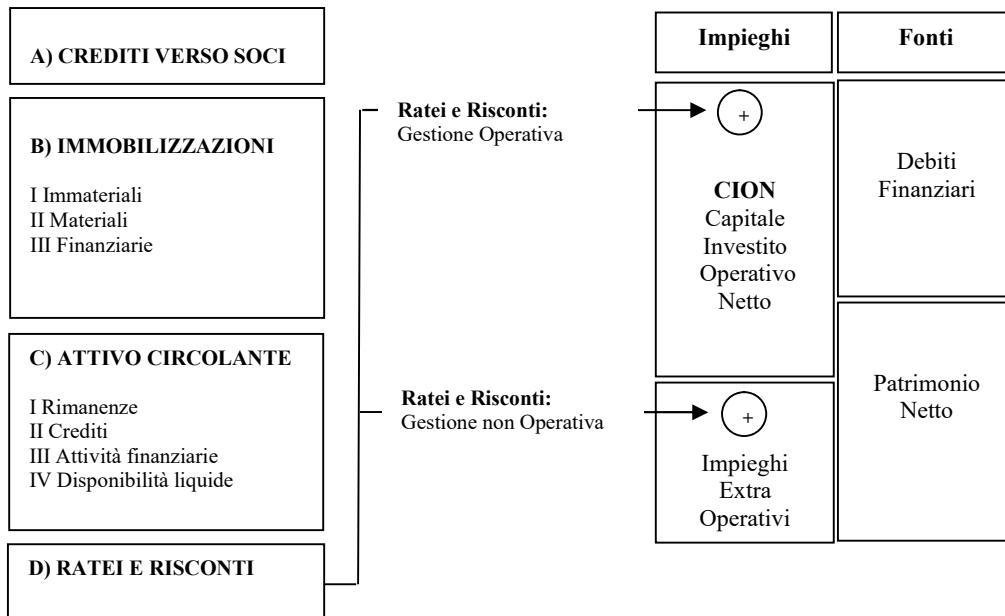


C) Attivo circolante



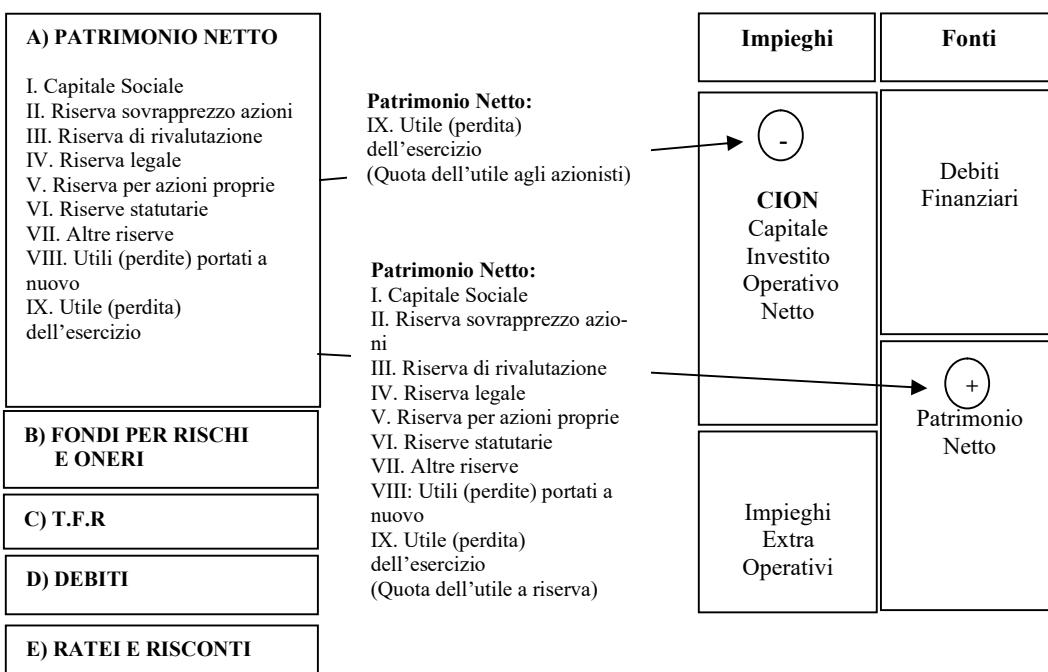
D) Ratei e risconti attivi

ATTIVO (Art. 2424 C.c. – D.Lgs. 6/2003)



A) Patrimonio Netto

PASSIVO (Art. 2424 C.c. – D.Lgs. 6/2003)



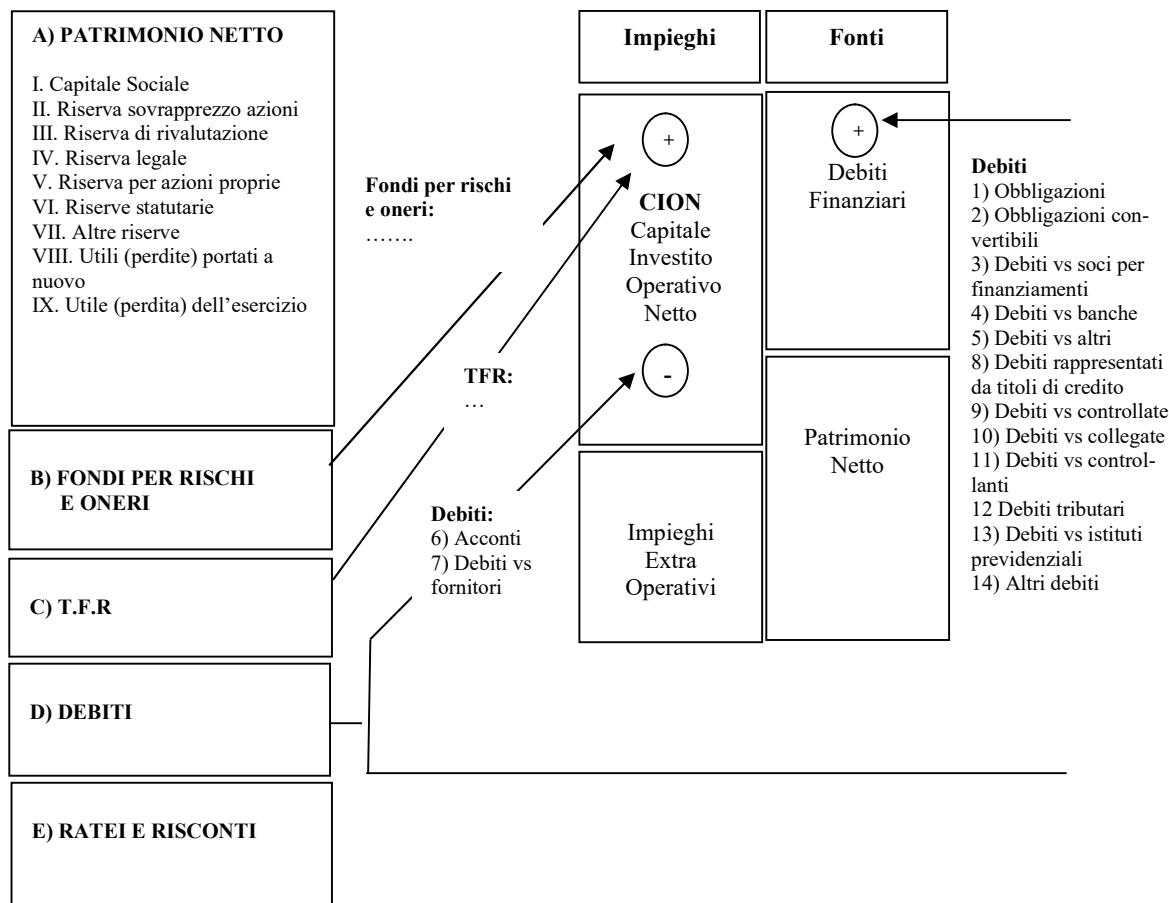
B) Fondo per rischi e oneri

C) T.F.R.

D) Debiti

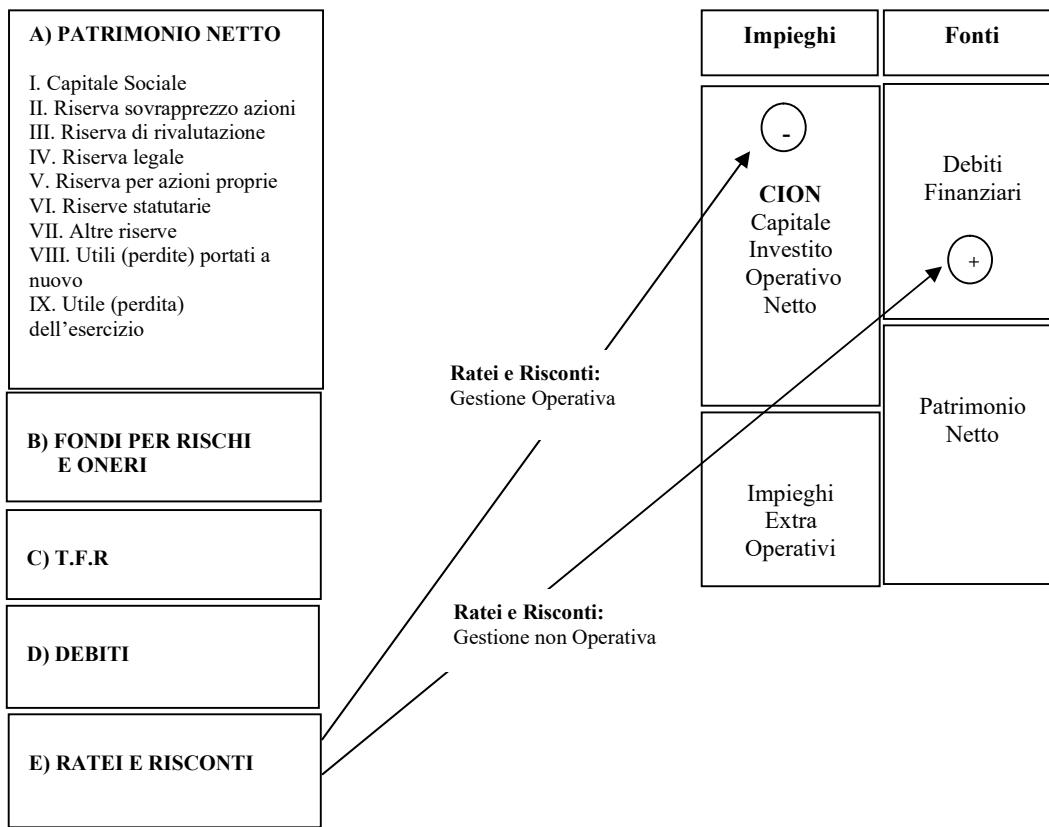
PASSIVO

(Art. 2424 C.c. – D.Lgs. 6/2003)



E) Ratei e risconti passivi

PASSIVO (Art. 2424 C.c. – D.Lgs. 6/2003)



A valle di quanto finora argomentato sul prospetto di stato patrimoniale riclassificato col criterio della pertinenza gestionale, appare utile chiarire ulteriori aspetti.⁵

In sede di riclassificazione si può seguire un percorso, così articolato in cinque fasi:

1. distinzione fra attività operative (correnti) e attività accessorie (extra operative);
2. individuazione nell'ambito delle attività operative del Capitale Circolante Netto Commerciale (operativo o core, anche definito *operating working capital*)
3. identificazione di attività immobilizzate;
4. identificazione della PFN;
5. identificazione del patrimonio netto

La figura che segue, stilizza il riclassificato col criterio della pertinenza gestionale, ma con alcune revisioni rispetto a quanto finora argomentato (PFN in primis). I paragrafi che seguono chiariscono meglio le 5 fasi sopra elencate.

⁵ Per ulteriori approfondimenti, si suggerisce la lettura del libro: Dallocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda* - IV edizione, EGEA, Milano, 2021.

Attivo	Passivo e Netto
<i>Attività correnti</i>	<i>Passività correnti</i>
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: right;"> Capitale Investito Netto Operativo (CINO) Net Operating Invested Capital (NOIC) </div> <div style="text-align: center;"> Capitale Investito Totale (CIT) Total Invested Capital (TIC) </div> <div style="text-align: left;"> CCNC o CCNO Commercial Net Working Capital (CNWC) </div> </div>	<i>Posizione Finanziaria Netta (PFN)</i> <i>Net Financial Position (NFP)</i>
<i>Attività Immobilizzate</i> <i>Activity immobilized</i>	
<i>Attività accessorie</i> <i>Activity accessories</i>	<i>Patrimonio Netto (PN)</i> <i>Net Worth (NW)</i>

4.3.a. Distinzione fra attività operative (correnti) e attività accessorie (extra operative)

Obiettivo del primo passaggio è identificare le attività nette (attività - passività) che possono essere definite accessorie (extra operative) all’attività operativa e che non contribuiscono al reddito operativo da esso generato. Si tratta, i generale, di tre principali tipologie di attività (extra operative):

- *Partecipazione in altre entità.* Solitamente in questa categoria rientrano gli investimenti mobiliari effettuati con finalità speculative (di reddito) e non di capacità (industriale, strategica). È bene precisare però, a differenza delle esemplificazioni finora rappresentate, che parte della dottrina ritiene che anche quando tali partecipazioni riguardano aziende che svolgono attività con-

nesse a quella principale e rappresentano investimenti di natura industriale (partecipazioni strategiche) è opportuno escluderle dalle attività *core*, in quanto il reddito che tali investimenti generano (utile dalle partecipazioni di collegamento) non concorre a formare il reddito operativo della partecipante.

- *Voci di stato patrimoniale (attive e passive) che alimentano voci di conto economico che non concorrono a formare il reddito operativo, quali per esempio:*
 - ✓ Ratei e risconti (attivi e passivi) riferiti a investimenti finanziari o finanziamenti (attinenti cioè a interessi attivi o passivi);
 - ✓ Disponibilità liquide e mezzi equivalenti. Parte della dottrina è indirizzata a distinguere le disponibilità liquide che originano dalla redditività operativa, rispetto alla liquidità che origina dall'attività accessoria. Nel prosieguo le disponibilità liquide andranno ad alimentare, in toto, la PFN.
 - ✓ Crediti o debiti non inerenti l'attività caratteristica dell'impresa (compresi anche i crediti finanziari a lungo termine nei confronti delle partecipate);
 - ✓ Strumenti finanziari derivati detenuti con finalità di *trading* il cui *fair value* può assumere sia valore positivo che negativo.
- *Voci di stato patrimoniale che alimentano voci di conto economico che possono talora concorrere a formare il reddito operativo, ma che riguardano attività accessorie.* Per esempio, i fitti attivi derivanti dalla locazione a terzi di immobili di proprietà della società, ma che non rientrano nell'attività caratteristica d'azienda.

4.3.b. Individuazione del capitale circolante netto commerciale nell'ambito delle attività operative (CCNO o CCNC)

Dopo aver individuato le attività accessorie, il complesso delle altre poste costituisce l'attività *core* dell'impresa, ovvero l'insieme delle attività utilizzate per lo svolgimento della gestione caratteristica.

L'identificazione delle attività *core* è dunque funzionale alla determinazione dell'ammontare di investimenti che si sono resi necessari per il funzionamento dell'attività caratteristica d'impresa. Tale investimento, però, deve essere espresso in termini netti, ovvero sottraendovi le sole passività operative (non finanziarie) generate dal ciclo “acquisto-trasformazione-vendita” che caratterizza l'attività aziendale. L'intento finale è infatti identificare quanta parte delle attività operative richieda un fabbisogno di natura squisitamente finanziaria, a sua volta coperto mediante capitale di rischio (*equity*) o capitale di debito (*debt*).

Pertanto, un punto necessario in questa fase è la definizione di capitale circolante netto commerciale/operativo (o *core*, anche definito *operating working capital*).⁶ Si

⁶ Nota bene: Il Capitale Circolante Netto Operativo è una versione del Capitale Circolante Netto – CCN (di natura finanziaria), senza però la componente passiva finanziaria. Ovvero, il calcolo non prevede più la sottrazione dei debiti verso banche a breve termine. Questo perché si tratta di una versione operativa legata alla gestione caratteristica/corrente dell'azienda. La formula per intero del CCNO è la seguente: (Liquidità immediate + Liquidità differite + Rimanenze) - Debiti non finanziari a breve termine. Scendendo ancora di più nello specifico, il Ca-

tratta di un aggregato composto dal saldo delle attività e passività operative che la gestione caratteristica alimenta nello svolgimento del proprio ciclo operativo. Tipicamente, in un'azienda manifatturiera ne fanno parte: crediti commerciali, magazzino e debiti di fornitura. Il termine circolante deriva dal fatto che le poste appena menzionate, al contrario delle immobilizzazioni, fanno riferimento ad attività operative caratterizzate da una fisiologica rotazione, tipicamente generata dal continuo ripetersi del ciclo acquisto-trasformazione-vendita. In alcuni casi, il CCNO può assumere anche un valore negativo. In questi casi, il ciclo acquisto-trasformazione-vendita genera risorse finanziarie più che assorbire. È il caso, per esempio, delle società operative nella GDO, le quali incassano per contanti le vendite, pagano non di rado i fornitori a 120 giorni e gestiscono un magazzino prodotti con una rotazione media di 30 giorni. Residua così un periodo di 90 giorni prima che l'impresa debba pagare i fornitori, entro il quale l'azienda può utilizzare le risorse temporaneamente disponibili nelle modalità ritenute più opportune.

La dimensione e il segno del capitale circolante netto commerciale sono molto importanti al fine della corretta comprensione del modello di business aziendale. Se esso assume valori positivi, un aumento del fatturato si accompagna a un maggiore fabbisogno di risorse finanziarie da reperire all'esterno. In questi casi, è possibile realizzare aumenti di fatturato soltanto se si è in grado di approvvigionarsi di nuove risorse finanziarie esterne di natura finanziaria (naturalmente vale il contrario nel caso in cui l'impresa riduca il fatturato, a parità di condizioni di acquisto-trasformazione-vendita). Se il capitale circolante netto operativo è negativo, un aumento del fatturato si accompagna alla generazione di ulteriori risorse finanziarie, laddove una sua riduzione riduce la produzione di risorse finanziarie.

In linea di principio, la gestione del capitale circolante netto commerciale rappresenta l'area della gestione operativa che risente in maniera più rilevante delle scelte gestionali di breve periodo e quindi richiede particolare attenzione. Per esempio, un'azienda che importi merci dagli Stati Uniti regolate in dollari, può ritenere opportuno anticipare degli acquisti rispetto agli immediati fabbisogni in previsione di un rafforzamento del dollaro rispetto all'euro. Questa decisione comporta un incremento simultaneo del magazzino e del debito di fornitura per un pari importo e quindi non incide sulla dimensione del saldo netto tra attività e passività circolanti nel breve termine. Tuttavia, se gli acquisti di materie prime anticipano i bisogni di produzione, con tutta probabilità il debito di fornitura è destinato ad essere liquidato prima dell'utilizzo della materia prima nel ciclo produttivo e del relativo incasso del credito commerciale, generando un aumento del capitale circolante netto commerciale.

La riduzione in forma permanente del capitale circolante netto commerciale richiede interventi strutturali da parte dell'impresa: produrre *just in time* (a scorte prossime allo zero) l'integrazione produttiva con fornitori e clienti; ridurre le giacenze inoperose

pitale Circolante Netto Commerciale (CCNC) è un CCN che prende in considerazione solo le componenti differenti e strettamente commerciali dello stato patrimoniale. Ciò che immediato, come la cassa e la banca, oppure non di natura commerciale, come i debiti finanziari e quelli verso terzi che non siano fornitori (ad esempio tributari), non vengono più considerati nel calcolo. In altre parole, si riduce a questa formula: (Crediti verso clienti + Rimanenze) - Debiti verso fornitori. **Nella prassi il CCNO si fa coincidere con il CCNC. In questa sede utilizziamo indistintamente i due concetti.**

di magazzino con una gestione logistica efficiente (magazzini robotizzati, sistemi informativi dedicati, etc.).

4.3.c. Identificazione di attività immobilizzate

Le tre categorie principali che identificano le attività operative dell'impresa sono:

- le immobilizzazioni materiali nette (o immobilizzazioni tecniche),
- le immobilizzazioni immateriali a vita definita,
- le immobilizzazioni immateriali a vita indefinita.

Le *immobilizzazioni materiali nette* riguardano esclusivamente le attività riferibili alla gestione tipica d'impresa e sono espresse al netto del fondo ammortamento. Si badi che se l'impresa si caratterizza per impianti obsoleti il loro valore corrente netto può risultare molto contenuto e quindi non essere espressivo della dotazione normale di immobilizzazioni.

Le *immobilizzazioni immateriali a vita definita* sono rappresentate da:

- ✓ “immobilizzazioni immateriali formate internamente”. Si tratta di tipologie specificamente definite dai principi contabili quali, per esempio, i costi di sviluppo di un nuovo prodotto oppure alcuni costi aventi natura commerciale che possono essere capitalizzati;
- ✓ “immobilizzazioni immateriali acquisite da terzi”, ovvero attività a vita definita che in linguaggio anglosassone si è soliti denominare come *mass asset*. Si tratta di beni intangibili che contabilmente sono considerati a vita definita, ma che hanno una capacità di autogenerazione nel tempo, come per esempio, il portafoglio clienti di una banca. Le singole relazioni di clientela hanno vita definita, anche se il portafoglio continua a rigenerarsi, a causa del fatto che l'azienda sostiene costi per il necessario reintegro.

Le *immobilizzazioni immateriali a vita indefinita* si compongono di:

- ✓ “intangibili specifici”. Si tratta di attività che possono essere cedute dall'azienda (per esempio un brand) o che sorgono dalla disponibilità di diritti (per esempio una licenza rinnovabile senza oneri alla scadenza) e che possono essere considerate a vita indefinita poiché i costi di manutenzione sono inferiori alla perdita di valore del bene qualora su di esso non si effetti nessuna manutenzione;
- ✓ “avviamento (*goodwill*)”. Questa voce è presente in bilancio solo in seguito all'acquisizione di aziende o di rami di azienda ed è misurata dalla differenza tra il prezzo corrisposto per l'acquisizione e il valore delle attività nette acquisite (pro-quota). Tale valore esprime dunque un sovra-prezzo rispetto al valore di mercato delle attività acquisite che l'acquirente ha riconosciuto al venditore sulla base della presunta capacità dell'azienda acquisita di generare un reddito superiore alla remunerazione normale attesa dalle attività nette acquisite. In senso proprio, il *goodwill* esprime quella parte di *economic profit* atteso dall'acquirente che questi ha riconosciuto al venditore nel prezzo di acquisto del business e che l'acquirente si attende di “recuperare” attraverso i flussi di reddito futuri.

La caratteristica che accomuna le immobilizzazioni immateriali a vita indefinita è l'avviamento è di non essere soggette ad ammortamento sistematico, ma a una verifica periodica di riduzione di valore (*impairment test* con cadenza almeno annuale).

4.3.d. Identificazione della PFN

Con il termine posizione finanziaria netta (PFN) – o indebitamento finanziario netto – si intende la differenza tra il totale delle passività finanziarie (verso banche, verso obbligazionisti, verso terzi) e attività finanziarie a breve termine (cassa in eccesso o *surplus/excess cash*, altre disponibilità liquide e titoli detenuti per la negoziazione).

4.3.e. Identificazione del patrimonio netto

Ai fini dell'analisi del patrimonio netto è necessario considerare i seguenti elementi di rettifica; occorre:

- ✓ aggiungere eventuali fondi o eccessi di fondi che si ritiene siano stati costituiti solo per ragioni prudenziali (quale per esempio un fondo rischi generici) o contabili e che non abbiano natura di passività;
- ✓ eliminare tutte le componenti che si ritiene “non significative” in quanto destinate a essere riassorbite come, per esempio, le riserve positive o negative su titoli di debito c.d. *Available-for-Sales* (AFS).⁷ In questo caso occorre sommare (detrarre) al valore dei titoli all'attivo la riserva negativa (positiva) dei suddetti titoli.

4.4 La riclassificazione del Conto Economico

4.4.a. Il conto economico a costo industriale del venduto

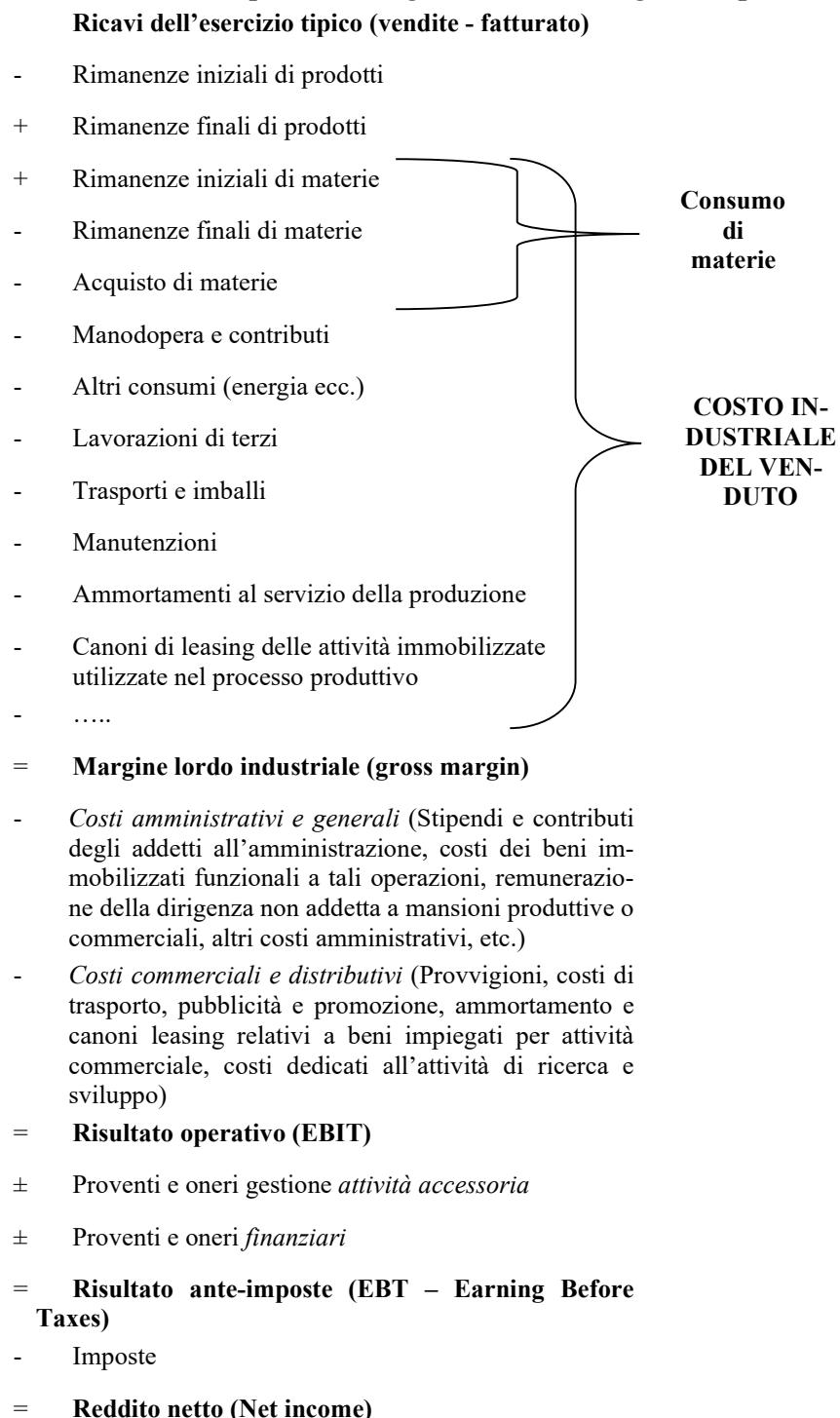
È sicuramente interessante per l'analisi, perché è in grado di evidenziare anche l'utile lordo sulle vendite, ossia il margine lordo industriale (*Gross Margin o Gross Profit*). Questo conto richiede però l'imputazione per destinazione dei costi, cosa che non è prevista per il conto economico destinato a pubblicazione.

Si tratta quindi di un conto che può essere ricostruito solo dall'analista interno, salvo che le stesse informazioni, che consentano la suddivisione dei costi per destinazione, risultino da indicazioni date nella nota integrativa. La nota integrativa dovrebbe per esempio evidenziare l'importo degli ammortamenti relativi a immobilizzazioni utilizzate nella produzione distinto da quello relativo all'attività commerciale e a quella amministrativa. Allo stesso modo si deve poter distinguere, per funzioni, i costi del personale e ogni altro costo aziendale. Con i dati a disposizione dall'analista esterno difficilmente si riescono a tenere distinti i dati che consentono la determinazione del costo della produzione venduta (costo industriale del venduto) e l'utile lordo sulle vendite (margine lordo industriale – *gross margin*). È utile sottolineare, inoltre, la dif-

⁷ I titoli *Available-for-Sales* (AFS) sono titoli finanziari disponibili per la vendita, cioè titoli che la banca/società ha acquistato con un generico intento di detenzione per lungo tempo, ma che potrebbero essere ceduti sul mercato in ogni momento, se le condizioni venissero giudicate favorevoli. Secondo lo IAS39, questa tipologia di attività finanziaria è valutata al *fair value* con imputazione delle variazioni a riserva.

ficoltà ulteriore nel tenere distinti i dati delle operazioni straordinarie rispetto a quelli della gestione ordinaria, distinzione particolarmente utile per giudicare la bontà del risultato normale dell'esercizio.

Lo schema di conto economico con questa configurazione è di seguito esposto:



Revenues for the typical financial year (sales - turnover)

- Initial product inventories
- + Final product inventories
- + Initial inventories of materials
- Final inventories of materials
- Purchase of materials
- Labor and contributions
- Other consumption (energy etc.)
- Third-party work
- Transport and packaging
- Maintenance
- Depreciation for production
- Leasing fees for fixed assets used in the production process
-

Consumption of materials

COST OF GOODS SOLD

= **Gross Margin (or Gross Profit)**

- *Administrative and general costs* (Salaries and contributions of administration staff, costs of fixed assets functional to these operations, remuneration of management not involved in production or commercial tasks, other administrative costs, etc.)
- *Commercial and distribution costs* (Commissions, transport costs, advertising and promotion, depreciation and leasing fees relating to assets used for commercial activities, costs dedicated to research and development activities)

= **Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)**

- ± Income and expenses from the management of accessory/ancillary activities
- ± Financial income and expenses

= **Earnings Before Taxes (EBT)**

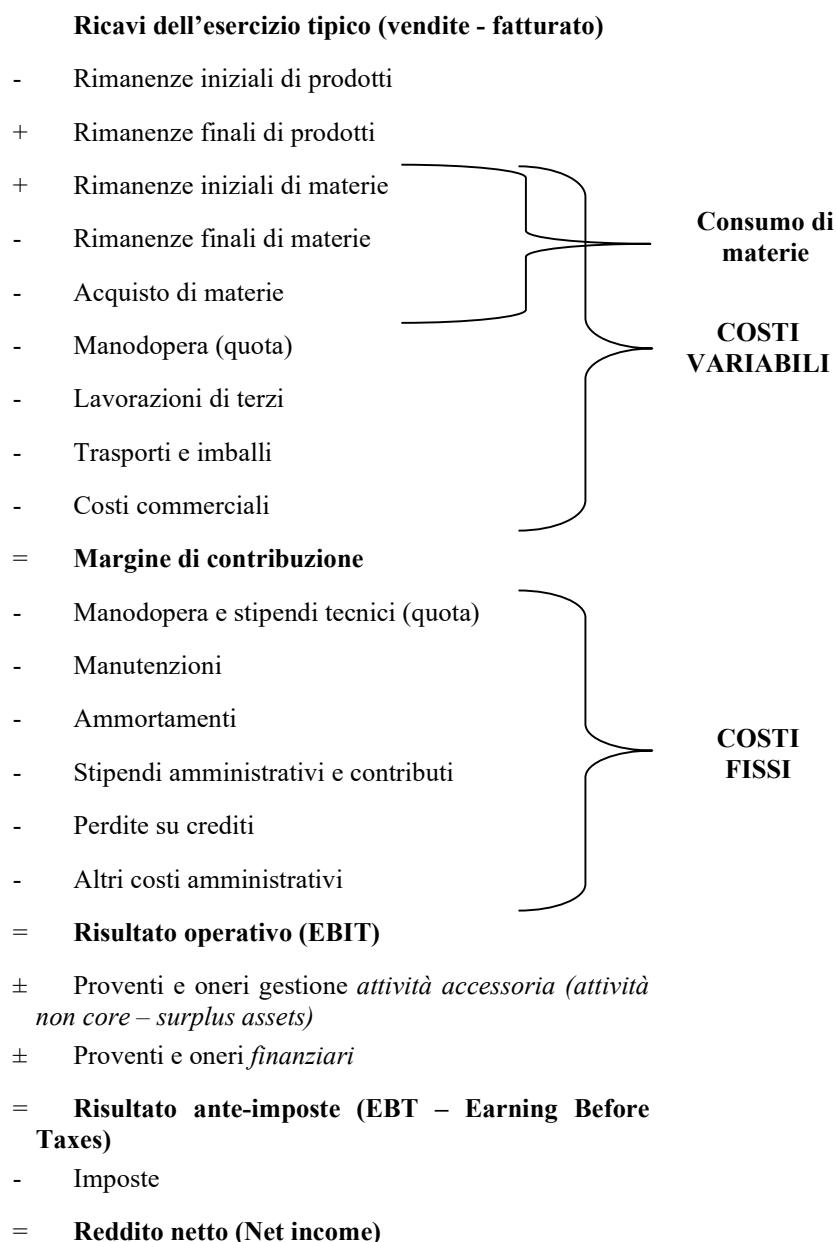
- Taxes

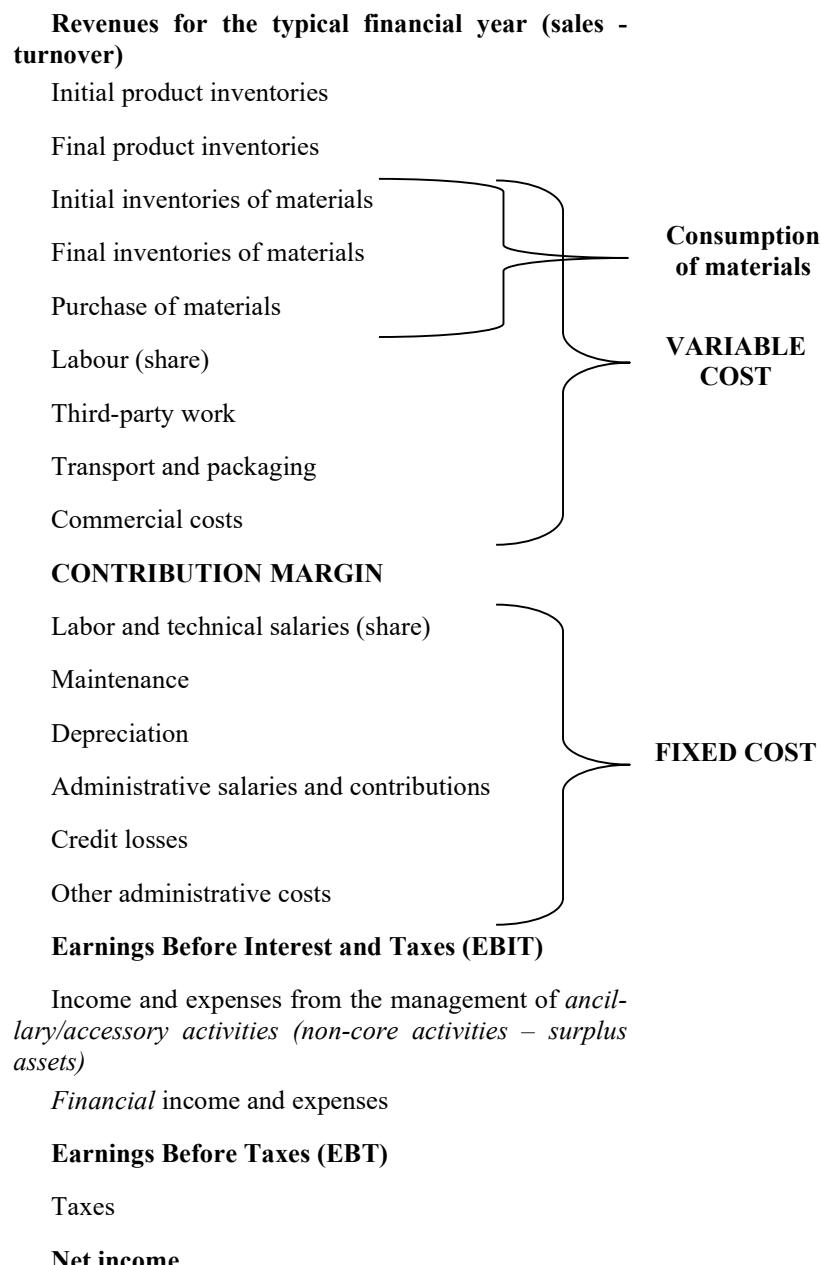
= **Net income**

4.4.b. Il conto economico a margine di contribuzione lordo

È quello che più difficilmente può essere ottenuto da un'analista esterno utilizzando i dati del bilancio pubblicato.

Esso presuppone la suddivisione dei costi in fissi e in variabili, cosa possibile correttamente dall'analista interno, che può ricavare informazioni in tal senso dalle rilevazioni di contabilità analitica. Il conto economico è allora in grado, grazie alla suddivisione in parola, di evidenziare il contributo della gestione, fatta deduzione dei soli costi variabili, alla copertura dei costi di struttura (fissi) e alla formazione del risultato complessivo economico dell'esercizio. Si veda lo schema, di seguito esposto:





4.4.c. Il conto economico a valore aggiunto

Il conto economico a valore aggiunto e a Margine Operativo Lordo (MOL) è una configurazione, di recente impiego, molto utile per evidenziare la creazione di ricchezza da parte dell'azienda (valore aggiunto) e per collegare gli aspetti economici con quelli finanziari del conto economico.

Il margine operativo lordo è, infatti, il risultato economico operativo espresso in termini finanziari (monetari) e quindi, in sostanza, l'autofinanziamento della gestione caratteristica.

Il MOL è considerato un dato importante soprattutto nelle trattative sindacali, perché è un dato non influenzato da quelle che sono state spesso definite politiche di bi-

lancio connesse con gli ammortamenti e con gli accantonamenti a fondi spese e rischi futuri. È infatti un risultato intermedio il cui solo elemento non oggettivo è rappresentato dalla valutazione delle scorte.

Il MOL è inoltre importante nella stima del flusso di cassa generato dalla gestione reddituale e, se positivo, un buon “biglietto da visita” per le aziende che si presentano alle banche per la richiesta di un eventuale affidamento.

Esso può essere ricostruito anche sulla base del conto economico di cui all'art. 2425 del codice civile. Per la struttura si veda lo schema che segue:

- Valore della produzione** (= Fatturato + Rimanenze finali di prodotti - Rimanenze iniziali di prodotti + Costruzioni in economia + Altri ricavi)
- Consumi (acquisti di materie prime e semilavorati, variazione magazzino materie prime)
 - Altri costi di acquisto esterni di pertinenza della gestione operativa
 - Accantonamento a fondo rischi
- = **Valore Aggiunto (VA)**
- Costo del lavoro
- = **Margine Operativo Lordo (MOL) o EBITDA**
- Ammortamenti
 - Svalutazioni per perdita durevole di valore su attività “core” del periodo
- = **Reddito Operativo o Margine Operativo Netto (MON) o EBIT**
- ± Proventi e oneri gestione *attività accessoria (attività non core – surplus assets)*
 - ± Proventi e oneri *finanziari*
- = **Risultato ante-imposte (EBT – Earning Before Taxes)**
- Imposte
- = **Reddito netto (Net income)**

- Production value** (= Turnover + Final product inventories - Initial product inventories + Economy construction + Other revenues)
- Consumption (purchases of raw materials and semi-finished products, changes in raw materials inventory)
 - Other external purchase costs for operational management
 - Provision to the risk fund
- = **Value Added (VA)**
- Cost of labour
- = **Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EBITDA)**
- Depreciation
 - Write-downs for lasting loss of value on "core" assets of the period

- = **Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)**
- ± Income and expenses from the management of *ancillary/accessory activities (non-core activities – surplus assets)*
- ± *Financial* income and expenses
- = **Earnings Before Taxes (EBT)**
- Taxes
- = **Net income**

5. L'interpretazione del bilancio attraverso la lettura degli indici

Come già accennato, l'analisi di bilancio consente all'impresa di monitorare il proprio stato di salute finanziario e patrimoniale e di comparare la propria redditività all'entità dei mezzi utilizzati per raggiungerla. L'analisi permette all'imprenditore, agli azionisti e ai soci di misurare quale sia il compenso dei capitali immessi nell'impresa e di confrontarlo con quello relativo ad altre forme di investimento.

L'analisi di bilancio, tuttavia, procura importanti informazioni anche al mondo esterno all'impresa: clienti, fornitori e, soprattutto, banche o altri enti finanziatori. Il motivo che accomuna l'interesse per il bilancio da parte degli operatori esterni è l'individuazione tempestiva di potenziali problemi finanziari che potrebbero impedire all'impresa di far fronte ai propri impegni e, nei casi più gravi, di continuare la propria attività.

L'interpretazione del bilancio si esprime attraverso una serie di indici (definiti anche *rations*), patrimoniali ed economici, ognuno dei quali è in grado di fornire la lettura puntuale di un segmento specifico della situazione aziendale. È opportuno sottolineare che l'analisi per indici trascura elementi fondamentali dell'attività d'impresa, quali, ad esempio, le strategie aziendali e la situazione di mercato. È, quindi, essenziale che tale analisi venga utilizzata esclusivamente per gli scopi ai quali è preposta.

Un'ulteriore considerazione riguardo alla validità degli indici quali sensori della condizione aziendale: la loro attendibilità è strettamente connessa a quella del bilancio dal quale vengono ricavati. Di conseguenza, operazioni di maquillage del bilancio (il c.d. *window dressing*) oppure inadeguate politiche di valutazione dei cespiti o di attività correnti possono rendere meno affidabile la lettura degli indici.

Al fine di raggiungere un più alto livello di precisione, l'analisi di bilancio non può limitarsi a prendere in esame i dati relativi ad un solo esercizio, che potrebbero risultare inficiati dall'accadimento di qualche particolare evento economico o finanziario. L'analisi deve essere, quindi, estesa ad una serie storica di almeno tre esercizi, anche per poter fornire una visione andamentale dell'attività aziendale.

Un altro fattore in grado di incrementare la validità dell'analisi è rappresentato dalla comparazione dei dati di bilancio e dei pertinenti indici rispetto a quelli relativi ad altre imprese operanti nello stesso settore. Questa operazione, comunemente definita di "benchmarking", consente di eseguire una valutazione ponderata dell'impresa, alla luce delle caratteristiche proprie del mercato di riferimento.

5.1. Analisi finanziaria: Indici finanziari

L'analisi finanziaria delle aziende viene attuata, in primo luogo, attraverso l'uso di indicatori che pongono a confronto dati correlati tra loro. Tale analisi devono essere poi completate con uno studio dinamico effettuato attraverso flussi finanziari, i quali saranno oggetto di approfondimento nei prossimi paragrafi.

L'analisi finanziaria attraverso gli indici prende spunto dalla seguente considerazione: le entrate e le uscite dell'impresa devono essere in equilibrio. Per monitorare l'esistenza di questo equilibrio l'attenzione viene rivolta a quattro settori:

1. Equilibrio a breve termine;
2. Equilibrio a lungo termine;
3. Equilibrio finanziario globale d'impresa;
4. Equilibrio finanziario fra dilazioni concesse ai clienti e dilazioni ottenute dai fornitori.

Ognuno di questi settori viene approfondito mediante l'utilizzo di indicatori che pongono a confronto valori relativi all'area interessata.

5.1.a. L'equilibrio finanziario a breve termine

Può essere monitorato attraverso l'analisi per margini ossia attraverso un'analisi delle poste attive e passive a breve termine. A questo scopo possono essere effettuate due tipologie di confronti:

- Confronto fra attivo a breve termine e passivo a breve termine;
- Confronto fra attivo liquido a breve e passivo a breve termine.

Il primo confronto, in genere, viene effettuato per analizzare la situazione aziendale a breve termine o, meglio ancora, al fine di evidenziare se i fabbisogni a breve sono in equilibrio con le fonti aventi le medesime caratteristiche di scadenza.

Da questo confronto fra valori assoluti, scaturisce la determinazione del cd. "Margine di Disponibilità" il quale, a seconda delle ipotesi, può assumere valori negativi o positivi:

$$\text{Margine di Disponibilità} = \text{Attivo a breve} - \text{Passivo a breve}$$

L'attivo a breve comprende anche le rimanenze di magazzino. Per questo motivo un giudizio positivo sulla struttura finanziaria prevede che il margine di disponibilità sia positivo.

La presenza di un margine di disponibilità negativo è sintomo di squilibrio finanziario mentre, come si vedrà nelle pagine successive, la determinazione di un margine di disponibilità positivo non garantisce la presenza di un equilibrio finanziario a breve e, di conseguenza, l'esistenza di una coerenza tra fonti e fabbisogni a breve termine; in effetti ancora più importante per l'analisi finanziaria di breve periodo è il "Margine di Tesoreria" che si concentra sulla liquidità dell'azienda ed è dato dalla differenza tra le attività liquide differite e quelle immediate e le passività a breve:

$$\begin{aligned} \text{Margine di tesoreria} \\ = (\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}) - \text{Passività a breve} \end{aligned}$$

Il margine di tesoreria dovrebbe essere positivo: se il margine è negativo significa che l'impresa è in difficoltà nel far fronte alle passività a breve (zona di rischio finanziario).

Al fine di facilitare l'analisi, soprattutto quando questa viene condotta su un numero elevato di esercizi, gli studiosi hanno individuato, per ciascun margine, uno specifico quoziente che può essere dedotto dall'analisi per margini.

L'utilizzo dei due indicatori facilita l'analisi in quanto il confronto di cifre espresse in valore assoluto rappresenta un'operazione complessa, soprattutto se condotta su più esercizi. La variabilità dei valori e gli elevati importi che li contraddistinguono, costituiscono infatti degli ostacoli ad un'analisi finanziaria che deve essere attuata mediante confronti di poste contabili attive e passive, sviluppati su un numero di esercizi magari molto numeroso.

Gli indicatori utilizzati sono contraddistinti dal nome del margine cui fanno riferimento. L'analisi viene pertanto effettuata mediante "l'indice di disponibilità", che si pone l'obiettivo di testare l'esistenza dell'equilibrio fra attivo a breve e passivo a breve (attivo a breve \div passivo a breve), e il "quoziente di liquidità" che invece monitora l'equilibrio finanziario liquido dell'impresa (v. Fig. 4).

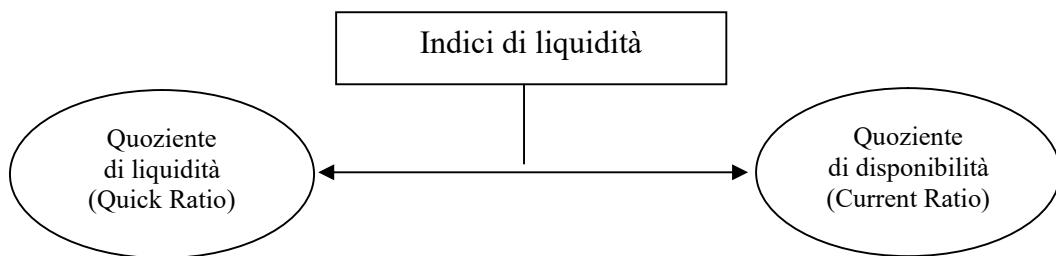


Figura 4. Indici di liquidità

Con riferimento all'indice di disponibilità (anche detto *Current Ratio*), si potrebbe ipotizzare che l'equilibrio a breve sia garantito da una sostanziale uguaglianza dei due valori. Ciò non corrisponde però a verità in quanto, nell'ambito dell'attivo a breve termine, è individuabile una voce anomala rispetto a tutte le altre: il magazzino. Tutte le poste dell'attivo a breve e del passivo (eccetto il magazzino) sono infatti caratterizzate dalla circostanza che l'incasso o il pagamento non richiede, in via normale, alcuna attività da parte dell'azienda. Per quanto riguarda il magazzino invece, la trasformazione in denaro della posta richiede un'attività di vendita che potrebbe incontrare difficoltà non prevedibili. Per questo motivo, l'equilibrio statico a breve è garantito se l'indice di disponibilità ammonta a circa 1,5-2 o superiori. Nella situazione italiana si riscontra una tendenza ad attestarsi verso il valore più basso, circostanza che comunque garantisce un equilibrio statico più che soddisfacente.

L'analisi finanziaria a breve termine si completa determinando il cd. "Indice di liquidità". Obiettivo di tale indicatore è verificare l'esistenza di un "equilibrio nel breve

termine". Questo *ratio* viene calcolato raffrontando le liquidità aziendali con il passivo a breve (v. Fig. 5).

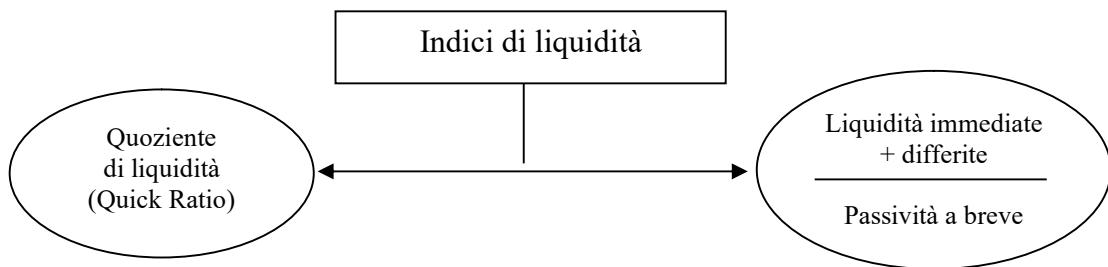


Figura 5. Indici di liquidità. *Quick Ratio*

Il quoziente di liquidità, a differenza di altri *ratios*, viene tradotto in inglese con un termine molto esplicativo del suo significato: *quick ratio*. L'utilizzo del termine *quick* implica un'analisi delle poste più facilmente liquidabili nell'ambito dell'attivo a breve termine. Poiché la posta meno liquida è rappresentata dalle scorte la differenza sostanziale dei due indici di disponibilità e liquidità risiede nella rispettiva presenza e assenza al numeratore delle scorte. Il parametro di riferimento per l'indice di liquidità può essere individuato nel livello: 0,7 – 0,8.

Vi è un'ipotesi in cui i parametri sopra indicati perdono completamente il loro valore. È il caso in cui l'impresa non possiede magazzino. Qualora l'azienda non avesse scorte è evidente che i due indici (di disponibilità e di liquidità), salvo il caso di anticipi a fornitori commerciali, sono perfettamente uguali. La maggior parte delle imprese operanti nel comparto turismo rientrano in questa ipotesi.

5.1.b. L'equilibrio finanziario a lungo termine

Viene misurato contrapponendo l'ammontare dell'attivo a lungo con il totale del passivo a lungo + patrimonio netto, ovverosia con le fonti a lungo termine.

Tale confronto consente di evidenziare se i fabbisogni a lungo sono in equilibrio con le fonti aventi le medesime caratteristiche di scadenza.

Da questo confronto fra valori assoluti, scaturisce la determinazione del cd. "margini di struttura" il quale, a seconda delle ipotesi, può assumere valori negativi o positivi:

$$\text{Margine di struttura} = (\text{Passivo a lungo} + \text{Patrimonio netto}) - \text{Attivo a lungo}$$

La presenza di un margine di struttura negativo è sintomo di squilibrio finanziario mentre la determinazione di un margine di struttura positivo evidenzia una situazione contraddistinta da una sostanziale coerenza fra fonti e fabbisogni a breve termine.

Poiché il bilancio riclassificato presenta un pareggio fra fonti e fabbisogni, è evidente come il margine di disponibilità equivalga, in ammontare e segno, al margine di struttura. Ciò significa che in presenza di un margine di struttura positivo l'impresa avrà un margine di disponibilità di pari importo positivo. Se invece la situazione a breve fosse squilibrata e contraddistinta da un margine di disponibilità negativo, anche la

situazione a lungo termine evidenzierebbe un margine di struttura negativo e di uguale importo (v. Fig. 6).

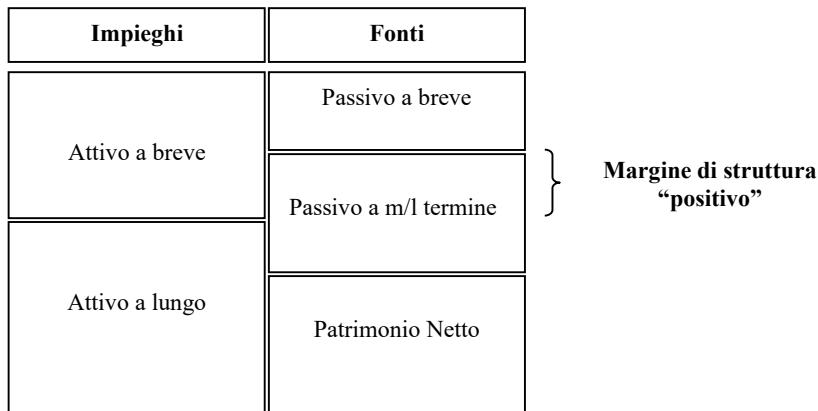


Figura 6. Concettualizzazione grafica del Margine di Struttura

Anche in questo caso, per favorire l’analisi finanziaria, all’approfondimento di confronti fra valori assoluti si preferisce lo sviluppo di un quoziente il quale, per le sue caratteristiche intrinseche, favorisce l’analisi, soprattutto se effettuata su più esercizi.

L’equilibrio finanziario statico a lungo termine è monitorato dal cd. “Indice di copertura dell’attivo a lungo termine”. Tale *ratio*, identificato dal rapporto fra passivo a lungo + patrimonio netto e attivo al lungo termine, evidenzia quale parte dell’attivo a lungo termine sia stato finanziato da fonti contraddistinte da caratteristiche di scadenza analoghe ai fabbisogni coperti:

$$\begin{aligned} &\text{Indice di copertura dell’attivo a lungo termine} \\ &= (\text{Passivo a lungo} + \text{Patrimonio Netto}) / \text{Attivo a lungo termine} \end{aligned}$$

L’indice dovrebbe essere sempre superiore all’unità in quanto un valore inferiore ad 1 implicherebbe un finanziamento dell’attivo a lungo termine attuato con fonti a breve: circostanza che, da un punto di vista finanziario, mostra un evidente squilibrio.

5.1.c. L’equilibrio finanziario globale d’impresa

Viene in genere monitorato mediante l’utilizzo dell’indice di indebitamento. Tale *ratio* può assumere varie formulazioni. La formula più diffusa è quella che confronta il totale capitale investito e il totale patrimonio netto (*Leverage*).

$$\text{Indice di indebitamento} = \text{Capitale investito} / \text{Patrimonio netto}$$

Poiché il capitale investito può essere finanziato solo dal patrimonio netto oppure dai debiti, il denominatore di tale indice, in via indiretta, mostra il grado di indebitamento dell’azienda. Per garantire il pareggio di bilancio, infatti, un ridotto patrimonio netto implica la presenza di elevati debiti mentre, al contrario, un elevato patrimonio netto è compatibile con l’esistenza di uno scarso indebitamento. Per tale indice non vi

è un vero e proprio parametro di riferimento. È possibile affermare che se l'indicatore si attesta su un valore di circa 3, l'equilibrio finanziario è solitamente garantito. La presenza di valori più elevati deve invece essere interpretata soprattutto alla luce del trend intertemporale del *ratio*, il quale mostra l'andamento nel corso di vari esercizi dell'indebitamento steso.

La formula inversa (Patrimonio Netto / Capitale investito) prende il nome di “Autonomia finanziaria” in quanto esprime l’incidenza del patrimonio netto sul totale del capitale investito. L’indice viene considerato positivamente per valori > 30% (in pratica si vuole accertare che almeno il 30% delle fonti finanziarie venga apportato dai finanziatori attraverso il capitale versato e gli utili reinvestiti). Situazioni critiche si registrano per valori dell’indice < 10-15% (per contro va rilevato che una dotazione patrimoniale superiore al 50-60% non necessariamente ha dei risvolti positivi). Al riguardo uno studio condotto dall’Osservatorio sui bilanci delle società di capitali italiane ha evidenziato (relativamente al periodo 1997-2002) un rafforzamento della componente patrimoniale media, registrando un aumento medio dell’indice di autonomia finanziaria dal 21,9% al 27,6% dell’attivo totale.

5.1.d. L’equilibrio finanziario fra dilazioni concesse ai clienti e dilazioni ottenute dai fornitori

Tale equilibrio viene monitorato confrontando la durata media crediti e la durata media debiti.

La “durata media crediti” viene determinata confrontando i crediti commerciali esistenti al momento di chiusura dei conti e le vendite giornaliere. Al fine di una corretta determinazione dell’indicatore è opportuno sottolineare che:

- I crediti posti al numeratore devono comprendere tutti i crediti commerciali al lordo del fondo svalutazione crediti. Se infatti si togliesse il fondo di rettifica, si eliminerebbero, sostanzialmente, proprio i crediti “incagliati” ovverosia i crediti che allungano la durata media;
- I ricavi o i crediti devono essere modificati al fine di rendere omogenei i due valori. I crediti infatti contengono l’iva al contrario dei ricavi. Affinché il numeratore e il denominatore siano omogenei è necessario, pertanto, eliminare dai crediti l’iva contenuta oppure aggiungere ai ricavi l’iva annuale:

Durata media crediti commerciali

$$= [(Crediti commerciali al lordo del fondo svalutazione crediti * 360) / (vendite + IVA)]$$

La “durata media debiti commerciali” viene determinata in modo analogo alla durata media crediti. Anche per tale indice, pertanto, valgono le medesime considerazioni sopra effettuate riguardanti la necessità di eliminare dai debiti l’IVA o di aggiungere la stessa agli acquisti di materie prime e sussidiarie:

Durata media debiti commerciali

$$= (Debiti commerciali * 360) / (acquisti di materie prime e sussidiarie + IVA)$$

Il confronto fra durata media debiti e la durata media crediti rappresenta un passaggio fondamentale al fine di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa. Una disomogeneità delle durate a sfavore della durata media dei debiti indicherebbe infatti la presenza in azienda di una discrasia fra dilazioni ottenute dai fornitori e dilazioni concesse ai clienti.

Una eventuale durata media crediti inferiore alla durata media debiti starebbe invece a significare una differenziazione dei pagamenti a favore dell'impresa.

È da notare comunque come tale affermazione vada contestualizzata nell'ambito dell'impresa oggetto di analisi. Si potrebbe infatti verificare che la durata media debiti possa essere molto bassa rispetto alla durata media crediti e tuttavia si registri un equilibrio finanziario a causa della ridotta presenza di debiti rispetto ai ricavi di vendita.

5.2. Analisi della redditività

Con il termine redditività generalmente si evidenzia la capacità dell'azienda di generare un reddito adeguato a remunerare tutti i fattori produttivi, compreso il capitale investito.

Ai fini dell'analisi della redditività non è sufficiente soffermarsi sulle condizioni di redditività globale, bensì è necessario analizzare il contributo delle diverse aree di gestione, con particolare riferimento alla capacità di generare reddito da parte dell'area caratteristica.

L'elenco che segue riporta i principali indicatori generalmente utilizzati per l'analisi della redditività:

- Redditività operativa (ROI - ROCE)
- Redditività del capitale proprio (ROE)
- Incidenza della gestione non operativa
- Redditività delle vendite (ROS)
- Rotazione del capitale investito
- Margine Operativo Lordo (EBITDA)
- Costo medio delle fonti di finanziamento (ROD)

5.2.a. Analisi della redditività. La redditività operativa (ROI, ROCE)

Il Roi (*Return On Investment*) esprime il grado di remunerazione del capitale investito con riferimento al reddito della gestione operativa.

La figura 7 stilizza le determinanti del ROI.

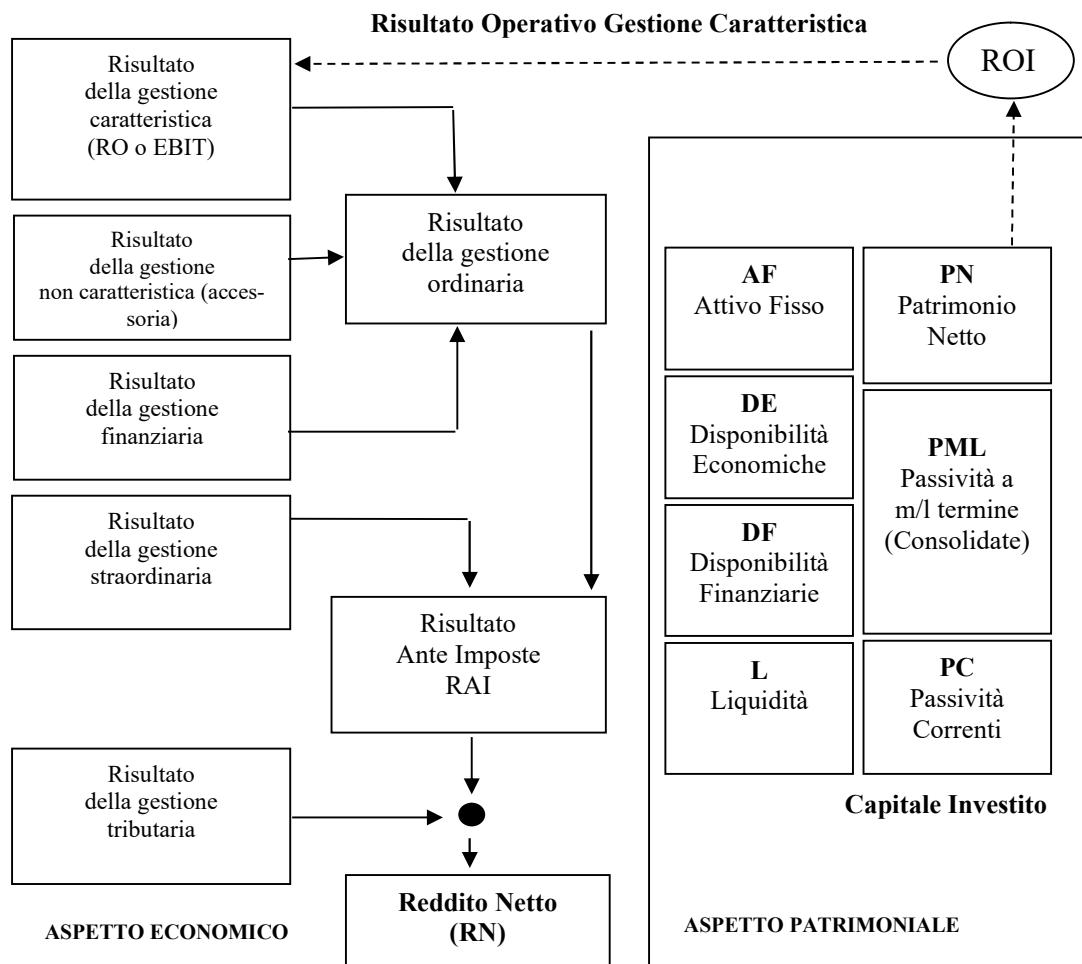


Figura 7. Concettualizzazione grafica del ROI

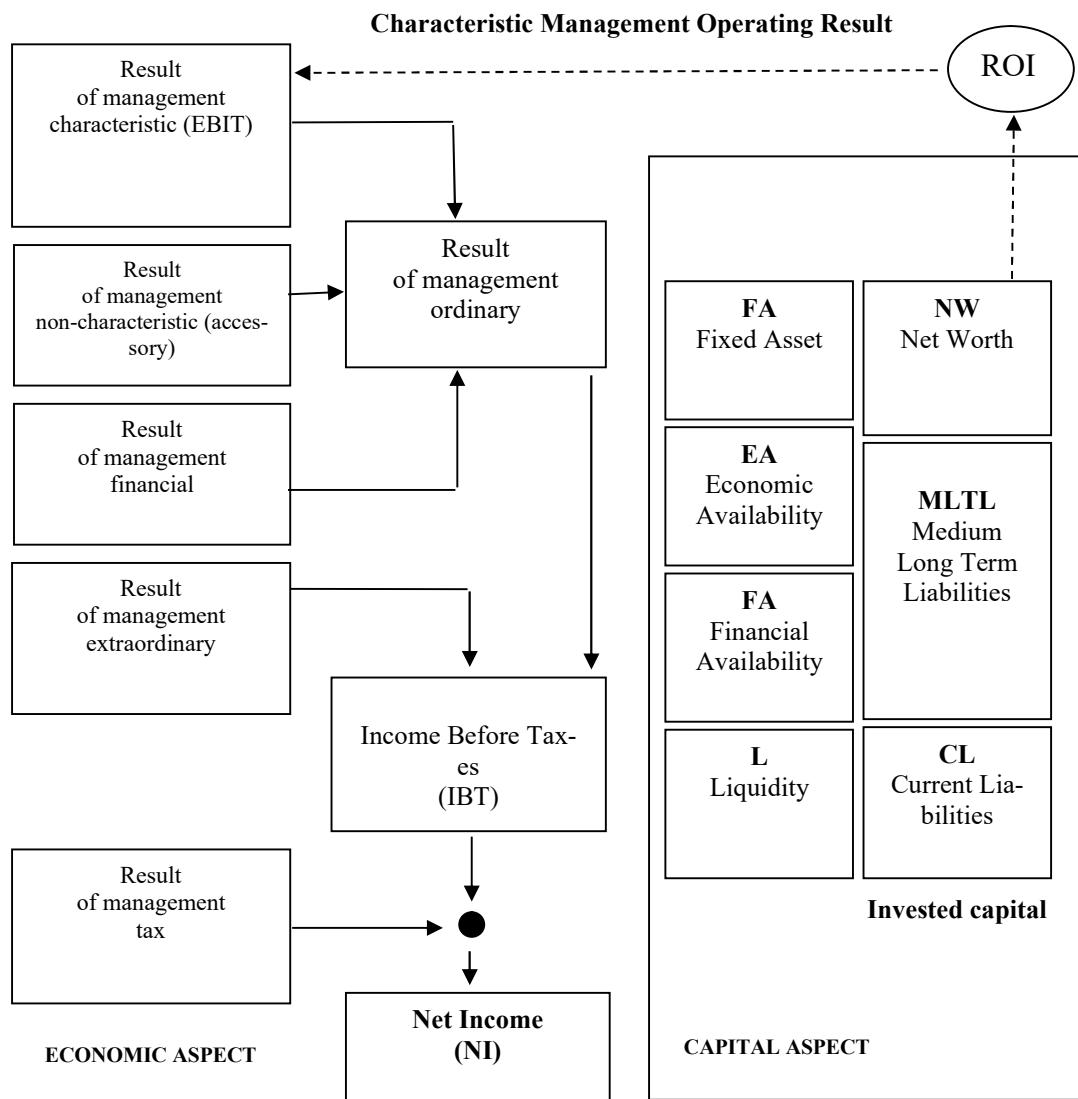


Figure 7. Graphical conceptualisation of ROI

ROI = Risultato Operativo / Capitale investito

Il ROI è un indice volto a misurare quanto l'azienda è in grado di mettere a frutto il capitale investito per produrre reddito operativo (è un indice relativo all'efficienza dei processi correlati alla gestione caratteristica).

Il ROI fornisce una misura della economicità della gestione indipendentemente dalle modalità di finanziamento utilizzate, dal momento che il risultato operativo prescinde dagli oneri finanziari e dal contributo delle altre aree di gestione. Un $\text{ROI} = 13\%$ indica che per ogni 100 Euro di capitale investito l'azienda produce un reddito operativo di 13 Euro. Se ne deduce che, in linea di principio, il ROI non dovrebbe essere inferiore al costo medio del denaro (in caso contrario la redditività non riuscirebbe a coprire neanche gli interessi passivi a fronte di eventuali affidamenti).

Immaginiamo di calcolare il ROI a partire dal bilancio al 31.12.2006. Osserviamo che, applicando la formula utilizzata per la definizione, il risultato operativo maturato

nel corso di tutto l'esercizio 2006 verrebbe correlato al capitale investito al 31.12.2006. Così facendo si perde la classica relazione causa (capitale investito) → effetto (risultato operativo) di un classico indicatore di efficienza, dove il capitale investito ha la funzione di *driver* del risultato operativo. In altre parole, non avrebbe senso valutare il reddito prodotto durante tutto l'esercizio 2006 a fronte del solo capitale investito finale.

Per contro, se risulta semplice seguire la dinamica continua delle variabili reddituali, risulta molto più complesso seguire la dinamica continua delle grandezze patrimoniali: per tale ragione si assume quale stima consistente del “capitale investito nel corso del 2006” il valore medio tra il capitale investito all'inizio dell'anno (così come da bilancio al 31.12.2005) ed il capitale investito al 31.12.2006. In tal modo la formula diventa:

$$\text{ROI} = \text{Risultato Operativo} / \text{Capitale medio investito}$$

dove il capitale medio investito viene calcolato come la semisomma del capitale investito all'inizio e alla fine dell'esercizio in esame (questo spiega perché vengono sempre richiesti almeno due-tre bilanci per poter sviluppare una analisi accurata).

Un'altra precisazione fa riferimento al capitale investito. Dal momento che siamo interessati a misurare la redditività della sola gestione caratteristica (attività *core* o istituzionale dell'azienda), è più corretto prendere in considerazione il solo capitale investito nell'area caratteristica (v. Fig. 8). In questo caso ci troviamo in presenza di una particolare configurazione del ROI nota come ROCE (*Return On Capital Employed*). Si tratta di un quoziente di cruciale importanza, perché fornisce un'indicazione di sintesi della capacità dell'azienda di generare redditività della gestione operativa adeguata alle esigenze di remunerazione dei propri finanziatori.

Il ROCE può essere costruito secondo la logica *asset side*, utilizzando al denominatore la somma del CCNC e dell'attivo operativo immobilizzato:

$$\text{ROCE} = \text{Risultato Operativo} / (\text{CCN} + \text{Attivo immobilizzato operativo})$$

Inoltre, il ROCE, in maniera praticamente equivalente, può essere costruito con una logica *liability side* (anziché *asset side*), addizionando la Posizione Finanziaria Netta e il Patrimonio Netto.

$$\text{ROCE} = \text{Risultato Operativo} / \text{Debiti finanziari netti (PFN)} + \text{Mezzi propri (PN)}$$

Più correttamente il ROCE può essere calcolato utilizzando il modello di stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale, utilizzando al denominatore il capitale investito operativo netto (v. Fig. 8).

Generalmente in Italia parlando di ROI si fa riferimento al rapporto tra reddito operativo e capitali investiti, mentre nei paesi anglosassoni si fa riferimento al ROCE. Per completezza va detto che il ROCE è sicuramente la misura più corretta di rendimento dei capitali. Se raffrontiamo questa misura con il costo medio ponderato dei capitali

(WACC), possiamo capire se l'azienda crea valore (remunerando i capitali ad un tasso superiore al loro costo), oppure lo distrugge.

Per concludere si segnala che nel calcolo del ROI e del ROCE il reddito operativo può essere assunto al netto delle imposte (spesso indicato con l'acronimo anglosassone NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*). In tal caso si avrà:

$$\text{ROI} = \text{Risultato Operativo Netto (NOPAT)} / \text{Capitale investito}$$

$$\text{ROCE} = \text{Risultato Operativo Netto (NOPAT)} / \text{Debiti finanziari netti (PFN)} + \text{Mezzi propri (PN)}$$

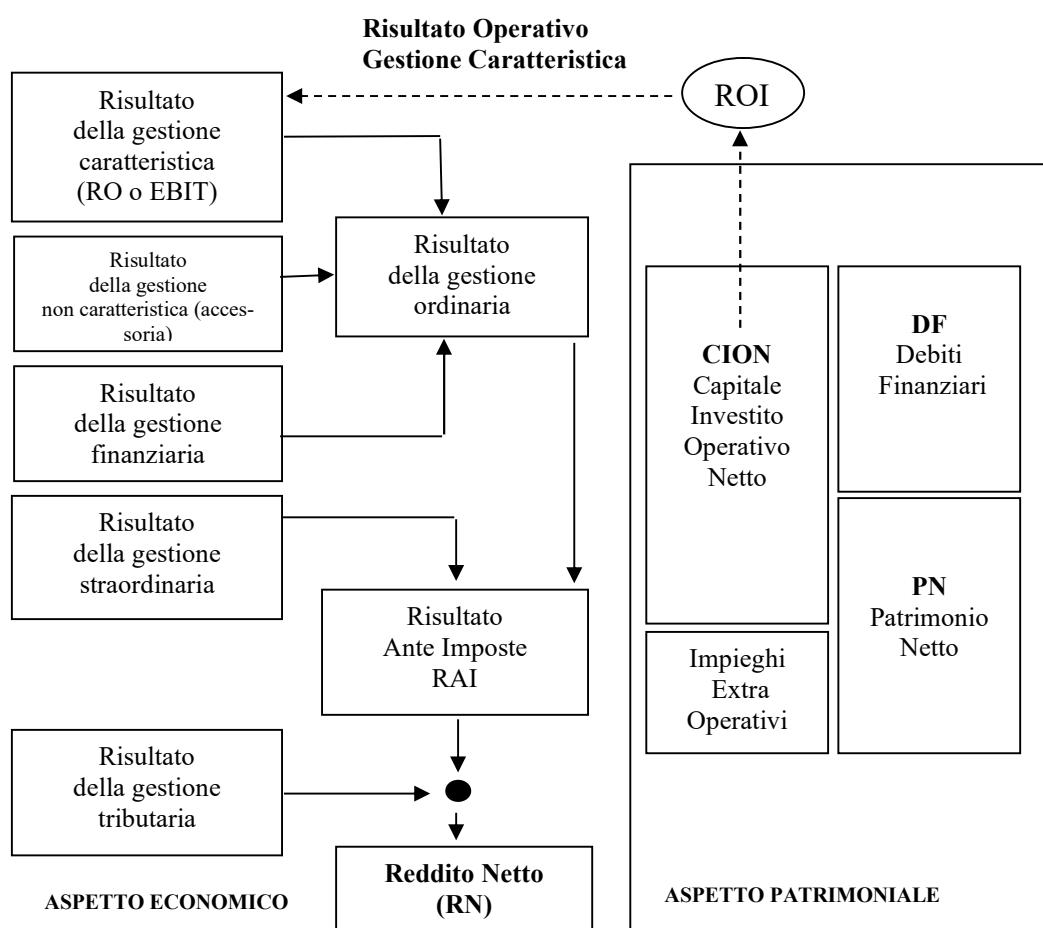


Figura 8. Concettualizzazione grafica del ROI costruito isolando il CION

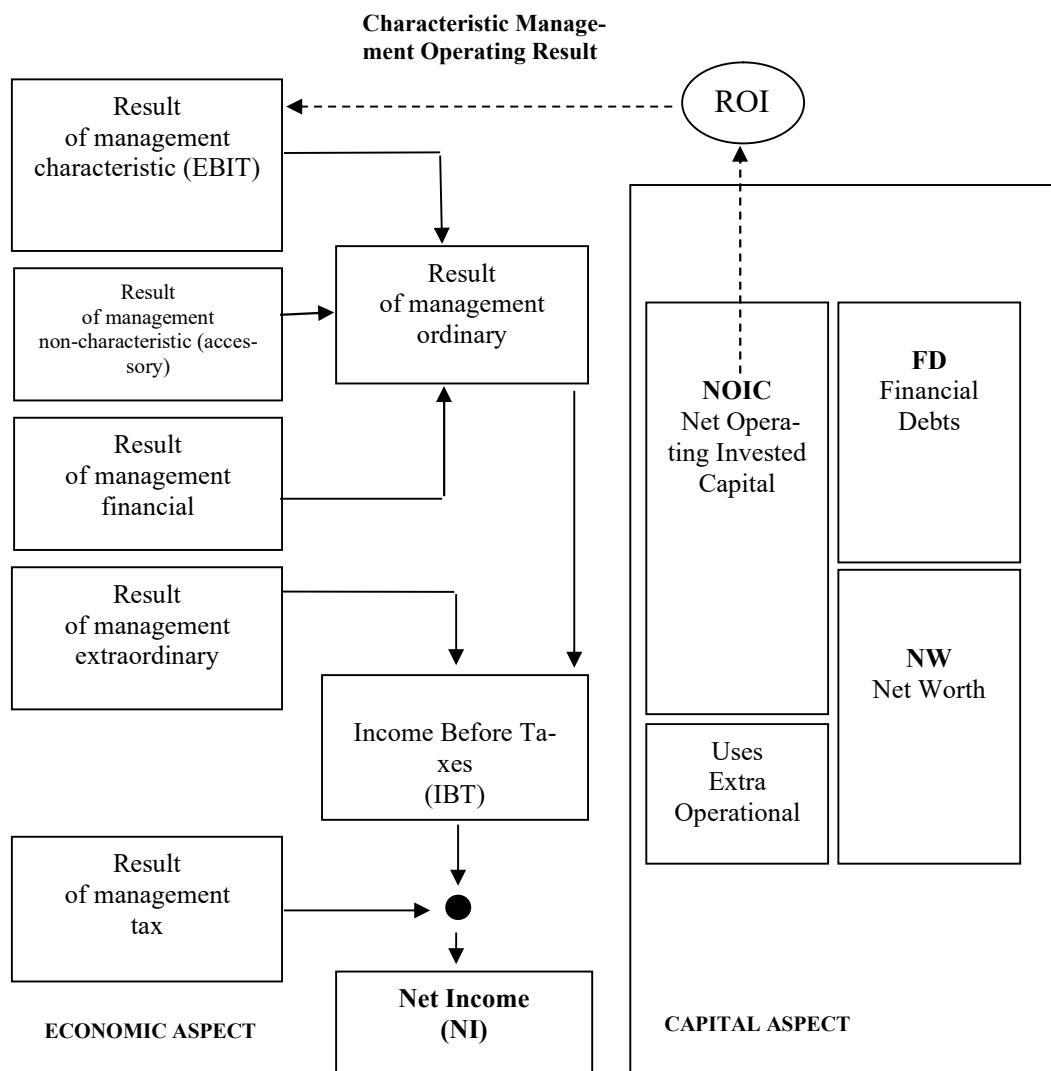


Figure 9. Graphical conceptualisation of the ROI constructed by isolating the NOIC

5.2.b. Analisi della redditività. Redditività del capitale proprio (ROE)

Il ROE (*Return on Equity*) esprime la redditività complessiva del capitale proprio (capitale di rischio):

$$\text{ROE} = \text{Reddito Netto} / \text{Patrimonio Netto}$$

È un indicatore del grado di economicità ed efficienza complessivo dell'azienda, dal momento che il reddito netto è influenzato dalle politiche di investimento (ammortamenti), dalle scelte di come finanziare l'azienda (oneri e proventi finanziari), dagli eventi imprevedibili (proventi e oneri straordinari), nonché dall'imposizione fiscale. Un ROE = 6% indica che per ogni 100 Euro di capitale investito dagli azionisti l'azienda produce un reddito netto di 6 Euro. Questo giustifica perché il ROE, in linea

di principio, non dovrebbe essere inferiore al rendimento dei titoli di stato a breve o dei depositi bancari.

Il ROE (come il ROI) è uno dei principali indici presi in considerazione dalla banca ai fini della valutazione del merito creditizio, dal momento che la capacità di produrre reddito condiziona il livello di rischio dell'operazione di finanziamento. Le considerazioni già svolte per il ROI ci portano ad una formula di calcolo più precisa:

$$\text{ROE} = \text{Reddito Netto} / \text{Patrimonio netto medio}$$

dove il denominatore viene calcolato come semisomma del patrimonio netto all'inizio e alla fine dell'esercizio in esame.

Alcune volte il calcolo del ROE viene depurato dell'effetto fiscale. In pratica, dal momento che il reddito netto è influenzato dalla politica fiscale dello Stato, nella formula il reddito netto può essere sostituito dal reddito lordo (RAI = Reddito Ante Imposte), ottenendo:

$$\text{ROE (lordo)} = \text{RAI} / \text{Patrimonio netto medio}$$

Per una concettualizzazione grafica del calcolo del ROE si veda la Figura 9.

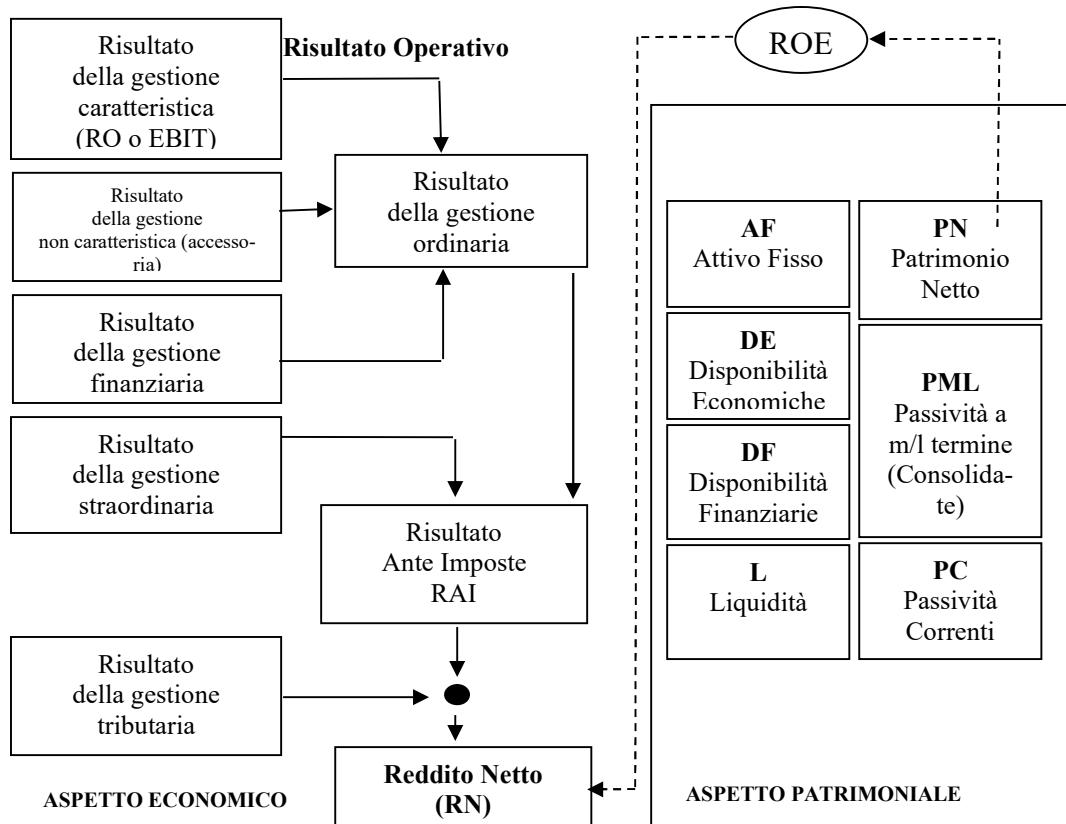


Figura 10. Concettualizzazione grafica del ROE

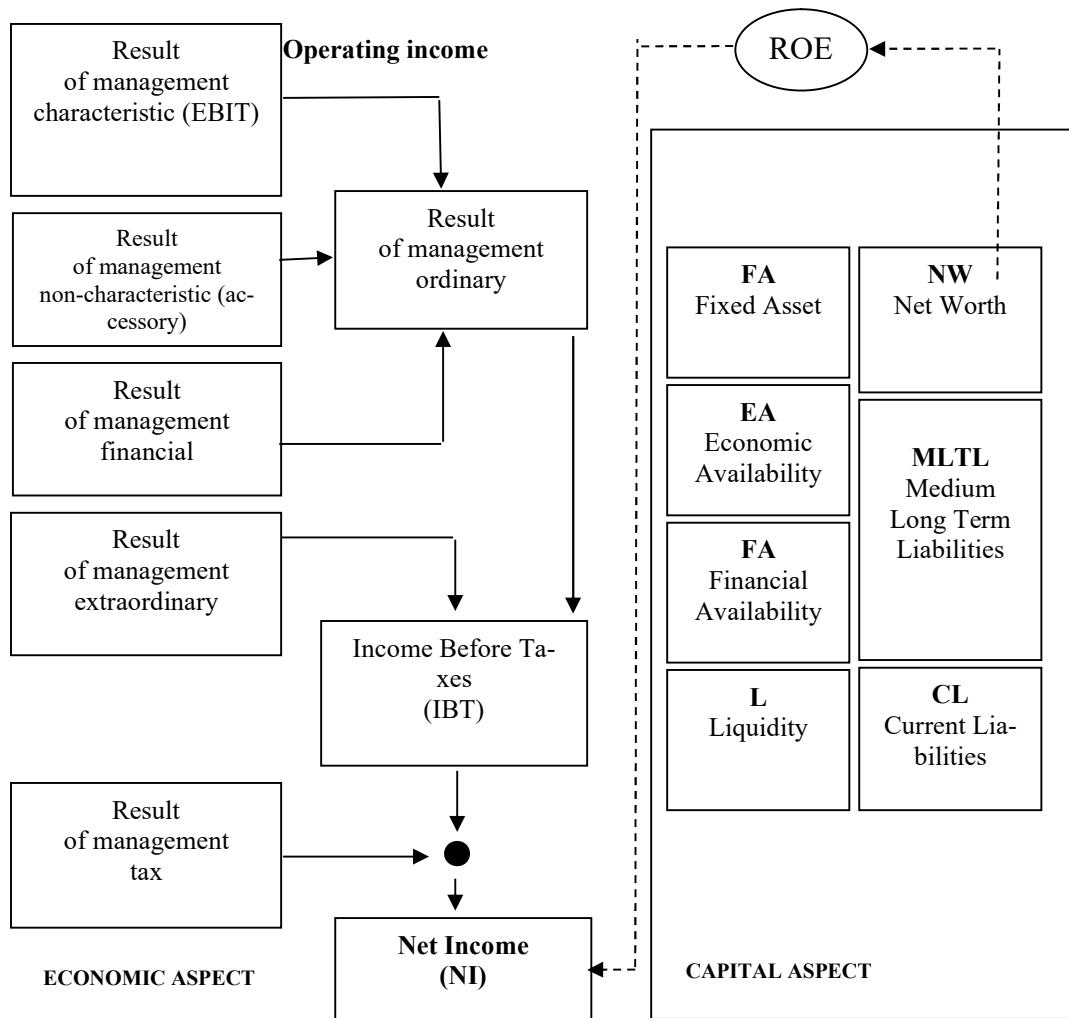


Figure 11. Graphic conceptualisation of ROE

Il ROE può essere espresso in funzione del ROI, del grado di indebitamento e dell'indice relativo all'incidenza della gestione caratteristica (v. Fig. 10).

Viene così evidenziata una prima relazione tra ROE e ROI.

In particolare, si comprende che il ROE aumenta all'aumentare della redditività operativa (ROI), all'aumentare dell'indebitamento ed all'aumentare della gestione non operativa (la relazione tra ROE e indebitamento verrà approfondita al paragrafo dedicato alla leva finanziaria).

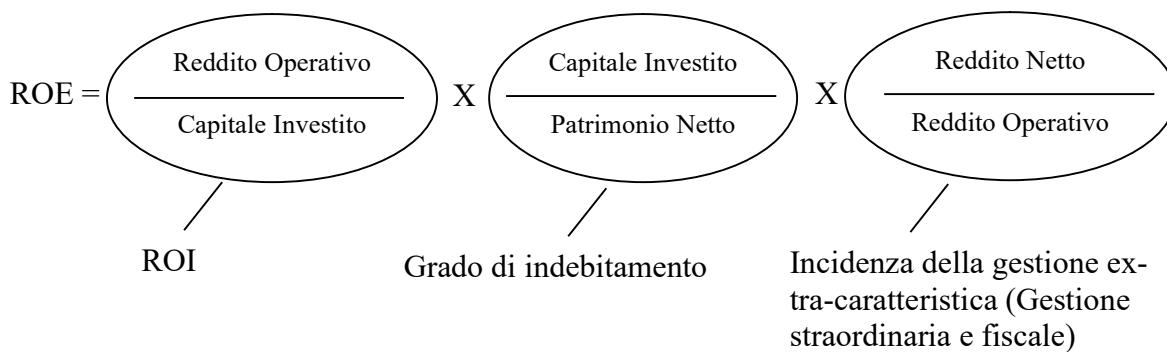


Figura 12. Determinanti del ROE

5.2.c. Analisi della redditività. Redditività delle vendite (ROS)

Il ROS (*Return on Sales*) esprime l'incidenza percentuale del risultato operativo sui ricavi totali di vendita:

ROS = Risultato operativo / Ricavi di Vendita

Un ROS = 15% indica che 100 Euro di ricavo hanno generato 15 Euro di reddito operativo (i restanti 85 Euro sono stati assorbiti dai costi della gestione operativa).

È forse l'indice di redditività operativa più utilizzato: sintetizza sia le condizioni di efficienza interna, sia quelle di mercato, essendo influenzato sia dalla struttura dei costi aziendali, sia dai prezzi di mercato. Un'alta redditività delle vendite evidenzia la capacità di praticare prezzi molto più elevati dei costi sostenuti; ciò può dipendere dal potere di mercato dell'impresa (capacità di imporre elevati prezzi di vendita) e/o dalla capacità di contenere la struttura dei costi (grazie ad una gestione efficiente delle risorse).

Tuttavia, il ROS è un indice di redditività meno “pulito” rispetto al rapporto tra margine operativo lordo e ricavi dal momento che risulta influenzato dalla politica degli investimenti e dalla politica contabile degli ammortamento (introducendo una variabilità che prescinde dalla realtà aziendale).

È un indice particolarmente utilizzato nelle analisi interne, dal momento che consente di comparare la redditività di diverse linee di prodotto, al fine di individuare eventuali misure correttive capaci di migliorare la redditività complessiva. Chiaramente, maggiore è il rapporto, migliore è la situazione in termini di redditività.

Eventuali valori guida dipendono fortemente dal settore. In linea di principio per le imprese industriali vengono generalmente utilizzati i seguenti valori di riferimento.

Valori guida:

- < 8% → Prodotti a scarso valore aggiunto, tecnologie mature, elevata concorrenza
 - 8% - 12% → Risultato soddisfacente
 - 12% - 15% → Risultato positivo

- $> 15\% \rightarrow$ Azienda con formula imprenditoriale vincente (per tecnologia, qualità, servizio, ecc.).

Analoghi riscontri si possono avere per le imprese erogatrici di servizi (è sufficiente aggiungere un 5% ai valori sopra indicati).

Il ROI può essere espresso in funzione del ROS.

La relazione (v. Fig. 11) indica che, per migliorare il rendimento dei capitali investiti (ROI), è possibile agire su due versanti:

- ✓ Aumentare la redditività dei ricavi (ROS) \rightarrow guadagnare di più a parità di fatturato;
- ✓ Aumentare l'efficienza nell'impiego dei capitali (rotazione del capitale investito) \rightarrow utilizzare meno capitali a parità di fatturato.

La relazione ci insegna che, a parità di condizioni, si può migliorare il ROI (obiettivo prioritario per l'imprenditore, gli azionisti e i finanziatori), riducendo i costi, aumentando la produttività, aumentando i volumi di vendita, aumentando i prezzi, ma anche riducendo le scorte, tenendo sotto controllo i crediti commerciali, ottenendo maggiori dilazioni dai fornitori, non investendo in attività a basso rendimento. Risultati ottimali in termini di redditività dei capitali investiti si hanno per valori del ROI $> 14\%-15\%$.

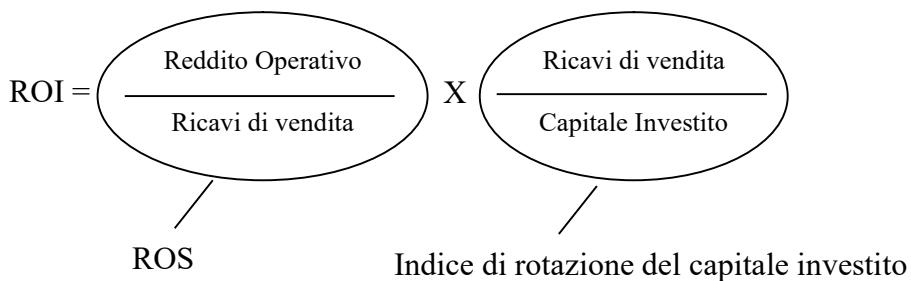


Figura 13. Determinanti del ROI

5.2.d. Analisi della redditività. Rotazione del capitale investito

La relazione tra ROI e ROS ci consente di introdurre l'indice:

$$\text{Rotazione del capitale investito} = \text{Ricavi} / \text{Capitale Investito}$$

L'indice di rotazione consente di valutare l'efficienza del capitale investito, dal momento che esprime la capacità del capitale investito di produrre ricavi (indica il numero delle volte che il capitale investito si rinnova per effetto delle vendite). L'indice di rotazione del capitale investito è in assoluto uno dei principali indici per valutare il grado di solvibilità e la rischiosità finanziaria di un'azienda. Infatti, a parità di fatturato, più elevato è il capitale investito, maggiore sarà il livello di indebitamento (quindi il modo più semplice per ridurre il debito consiste nel contenere il livello degli investimenti).

Valori ottimali dell'indice:

- > 1,2 → per le imprese industriali
- > 2,0 → per le imprese commerciali

La Tabella 1 rappresenta un esempio di analisi della redditività.

Tabella 1. Lettura degli indicatori di redditività

ROS	V/CI	ROI	Considerazioni
10%	1,4	14%	Buona efficienza nell'impiego di capitali, buona redditività dei capitali investiti
14%	1,0	14%	Elevata redditività dei ricavi, elevato fabbisogno di capitali, buona redditività dei capitali investiti
7%	2,0	14%	Scarsa redditività dei ricavi, elevata efficienza nell'impiego di capitali

La Figura che segue (v. Fig. 12) schematizza le relazioni tra i principali indici di redditività (albero del ROE).

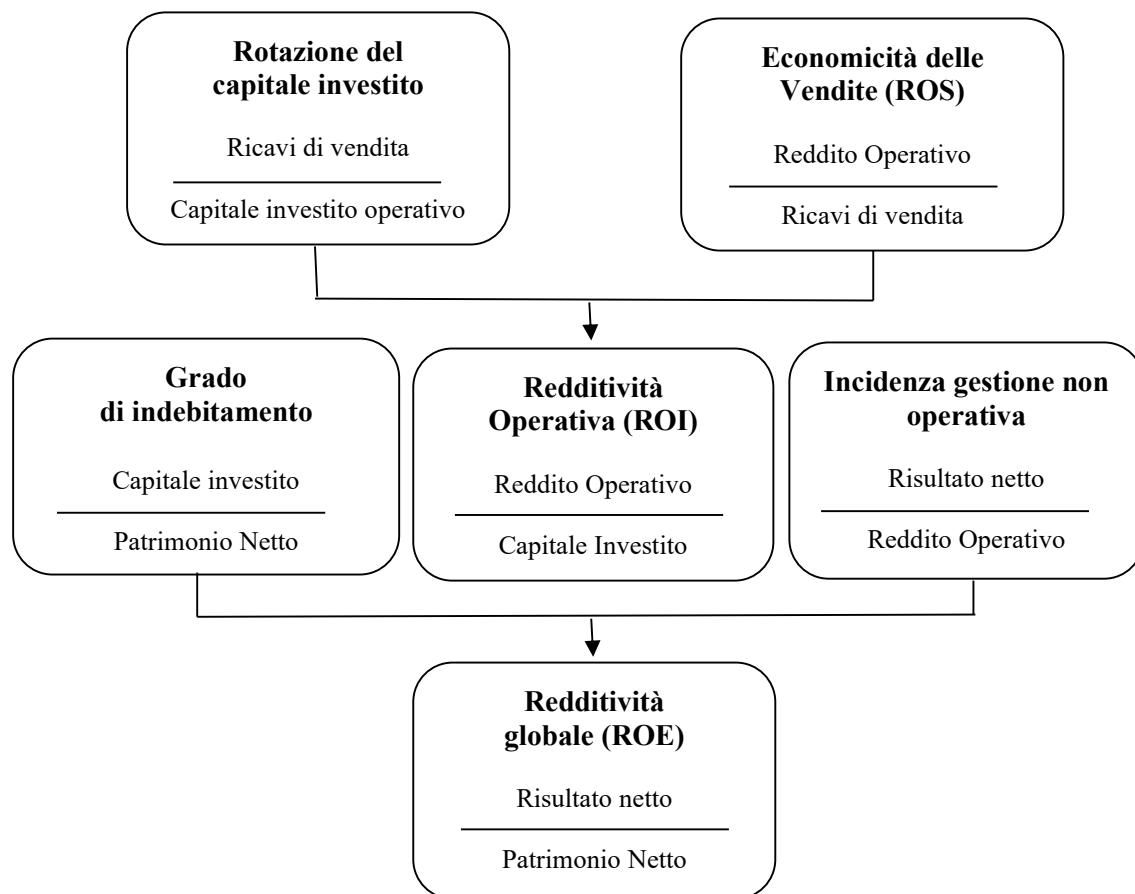


Figura 14. Albero del ROE

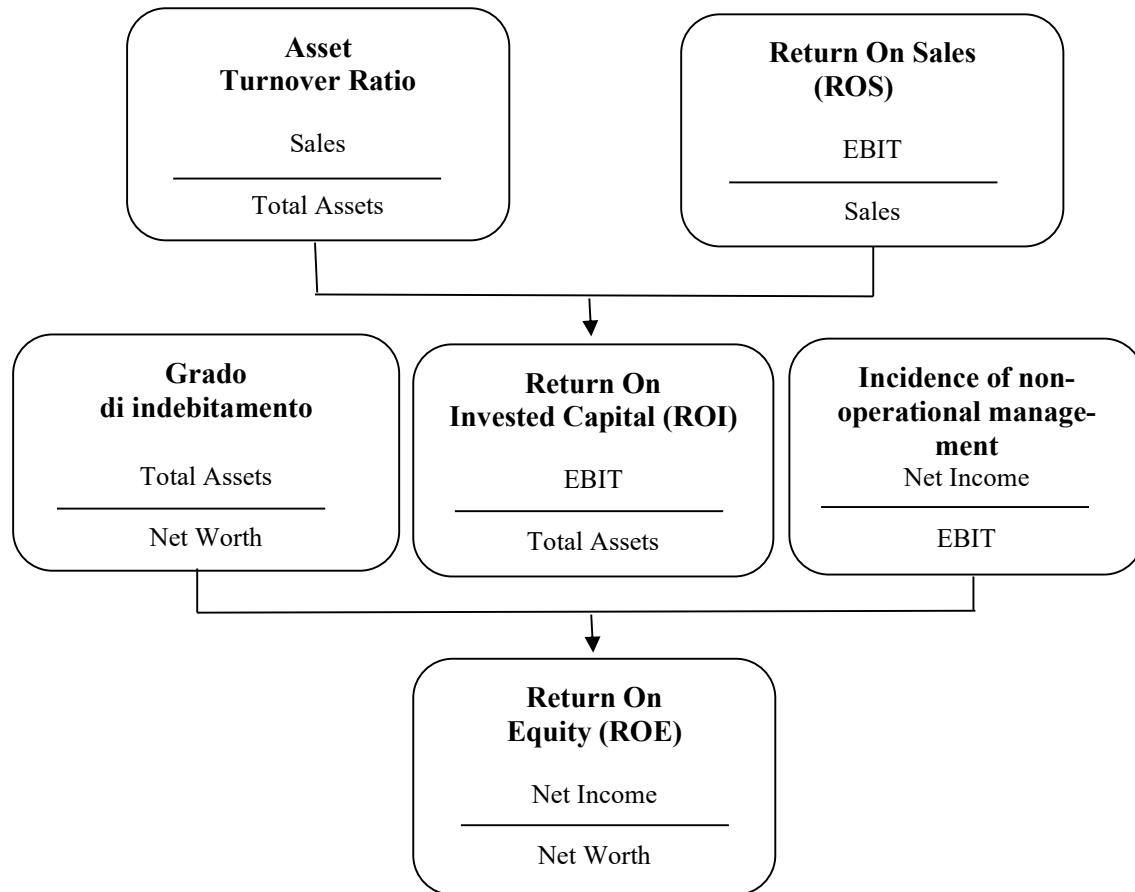


Figure 12. ROE tree

5.2.e. Analisi della redditività. Margine operativo lordo (MOL, EBITDA)

Il margine operativo lordo (MOL), spesso denominato EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*), è dato dalla differenza tra i ricavi ed i soli costi operativi:

$$\text{MOL} = \text{Risultato operativo} + \text{Ammortamenti}$$

È un indice estremamente importante dal momento che si qualifica come la misura di redditività meno influenzabile da variabili non operative. Infatti, le politiche di investimento (ammortamenti), le scelte di come finanziare l'azienda (oneri e proventi finanziari), gli eventi imprevedibili (proventi e oneri straordinari), nonché l'imposizione fiscale, non influenzano in alcun modo l'EBITDA.

Il MOL è sicuramente l'indice di redditività più significativo. Non a caso esiste una ormai famosa regola d'oro: dovendo scegliere tra sole tre variabili per conoscere un'azienda, conviene scegliere il fatturato (quanto è grande l'azienda), l'EBITDA (qual è la sua redditività) ed il debito finanziario netto (qual è la sua solidità).

In questa prospettiva risulta particolarmente interessante l'indice:

Margine operativo lordo / Vendite

Chiaramente maggiore è il rapporto, migliore è la situazione in termini di redditività. Eventuali valori guida dipendono fortemente da settore. In linea di principio per le imprese industriali vengono generalmente accreditati i seguenti valori di riferimento.

Valori guida:

- < 10% → Prodotti a scarso valore aggiunto, tecnologie mature, elevata concorrenza
- 10% - 15% → Risultato soddisfacente
- 125% - 20% → Risultato positivo
- > 20% → Azienda con formula imprenditoriale vincente (per tecnologia, qualità, servizio, ecc.).

Analoghi riscontri si possono avere per le imprese operanti nel comparto turismo (è sufficiente aggiungere un 5% ai valori sopra indicati).

5.2.f. Analisi della redditività. Costo medio delle fonti di finanziamento (ROD)

Il ROD (*Return On Debts*) rappresenta il costo medio delle fonti di finanziamento, calcolato in base al rapporto tra gli oneri finanziari ed i mezzi di terzi (onerosi e non onerosi):⁸

$$\text{ROD} = \text{Oneri finanziari} / \text{Mezzi di terzi}$$

Le considerazioni già svolte per il ROI e il ROE ci portano ad una forma di calcolo più precisa:

$$\text{ROD} = \text{Oneri finanziari} / \text{Mezzi di terzi medi}$$

Dove il denominatore viene calcolato come semisomma dei debiti all'inizio e alla fine dell'esercizio in esame. Per quanto riguarda i mezzi di terzi la formula prende in considerazione:

- ❖ i mezzi a titolo oneroso (debiti finanziari): es. aperture credito, obbligazioni, mutui ecc.;
- ❖ i mezzi non onerosi (es. debiti verso fornitori);
- ❖ i mezzi implicitamente onerosi (es. Rivalutazione TFR).

Nel caso in cui vengano considerati i soli debiti finanziari (debiti a titolo oneroso) la formula diventa:

⁸ Il rendimento del debito (ROD) è anche una misura della redditività rispetto alla leva finanziaria di un'impresa. Il rendimento del debito mostra quanto l'utilizzo dei fondi presi in prestito contribuisce alla redditività, ma questa metrica è rara nell'analisi finanziaria.

Onerosità dei debiti finanziari = Oneri finanziari / Debiti finanziari medi

La figura che segue (v. Fig. 13) illustra concettualmente le relazioni tra gli indici di redditività (ROI, ROE e ROD):

- ✓ l'azienda utilizza il Capitale Investito (CI) per generare reddito operativo (relazione espressa dal ROI);
- ✓ il reddito prodotto consente di remunerare il capitale di rischio conferito dai proprietari (azionisti, quotisti) - espressione del ROE – e le fonti finanziarie a titolo oneroso, messe a disposizione dai finanziatori esterni (relazione espressa dal ROD).

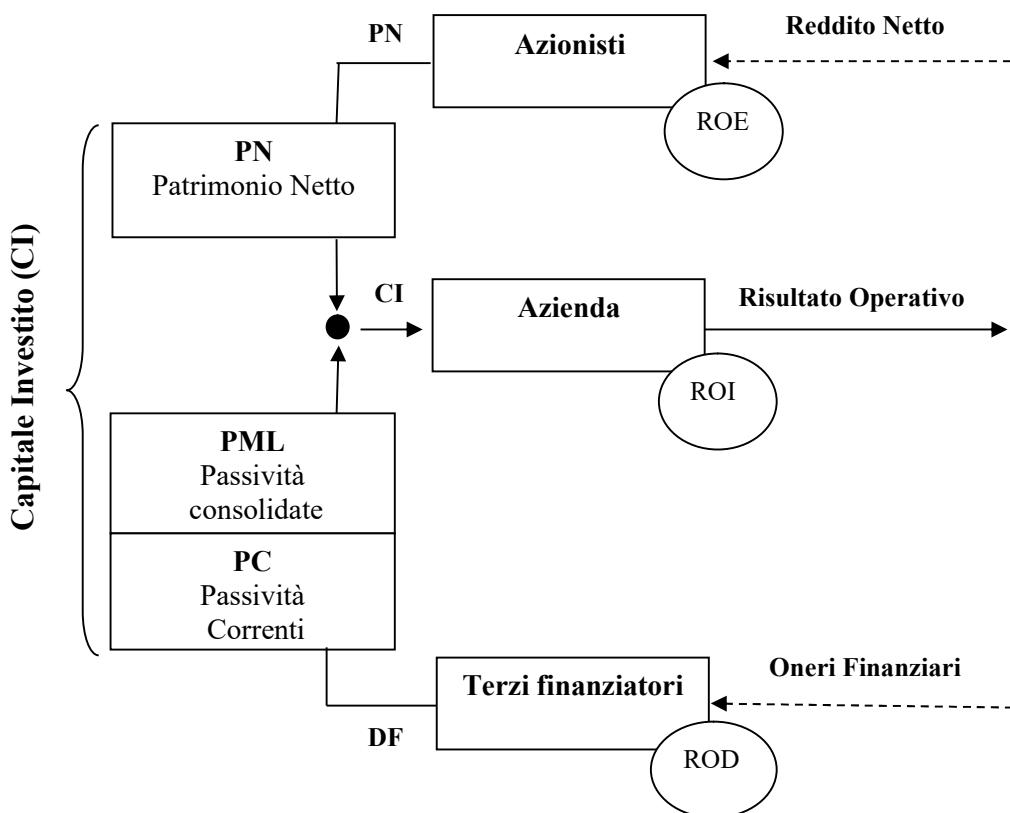


Figura 15. Concettualizzazione grafica della relazione tra gli indici di redditività

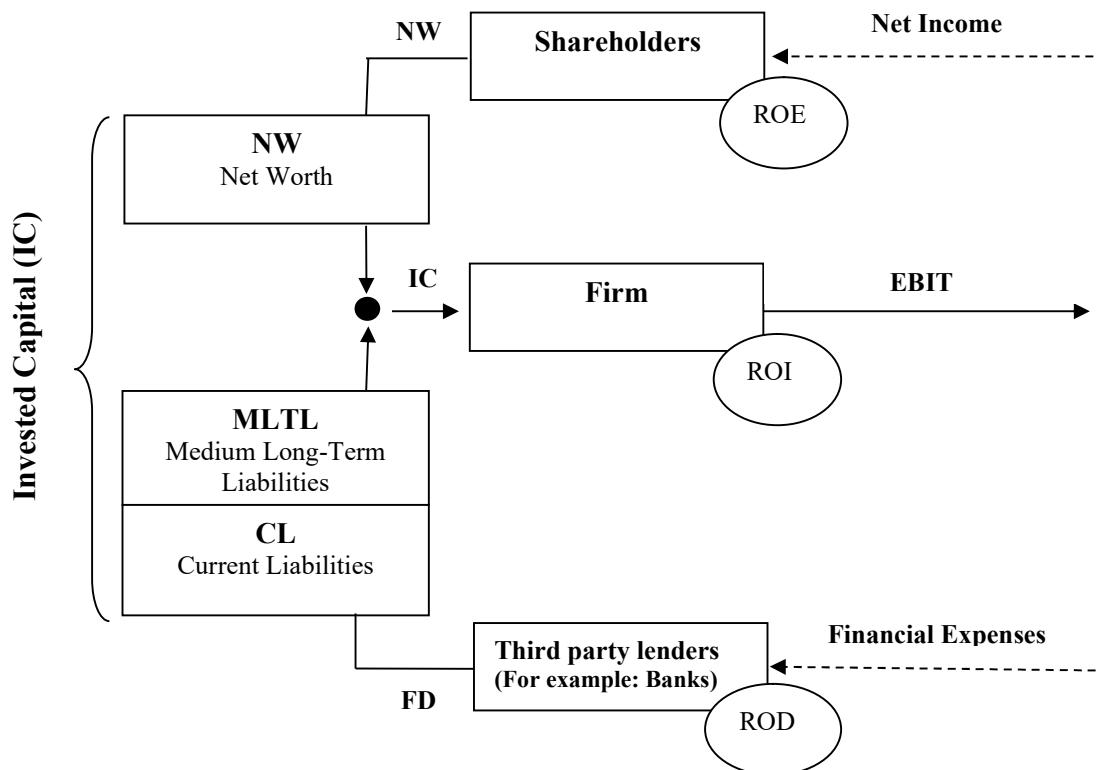


Figure 13. Graphic conceptualisation of the relationship between profitability indices

6. La leva finanziaria

6.1. Redditività soddisfacente

Prima di introdurre il tema della leva finanziaria occorre fare una premessa in merito al concetto di “redditività soddisfacente” per l’azionista o quotista (l’argomento sarà ripreso e approfondito nella dispensa che argomenta le determinanti della creazione di valore aziendale).

L’indicatore che meglio rappresenta la redditività, ossia il grado di remunerazione del proprietario dell’azienda, è il ROE; indicatore, questo, che ha natura contabile e non tiene conto di due variabili fondamentali nella valutazione del valore generato per l’azionista:

- Il rischio operativo;
- Il rischio finanziario.

Le variabili di rischio suddette, se considerate al fine della determinazione del costo del capitale impegnato dall’azionista nell’espletamento della sua attività imprenditoriale, diventano fattori di confronto essenziali nella definizione di valore economico generato per la proprietà aziendale. Nell’ottica dei portatori di capitale di rischio, quindi, la creazione di valore economico deriva dal confronto tra la redditività negoziata e at-

tesa dalla proprietà (ROE) e quella che il sistema impresa genera tenendo conto del rischio (redditività soddisfacente).

Da quanto detto emerge l'imprescindibile esigenza per l'impresa che opera in condizioni di mercato di ricercare tutte le variabili potenzialmente generatrici di valore economico nelle scelte strategiche ed operative. Secondo il modello interpretativo del processo di creazione di valore elaborato con il metodo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)⁹, il fattore di ordine generale che misura l'accrescimento del valore economico è:

il tasso di profitto, T_p

definibile come la differenza tra il rendimento netto atteso del capitale proprio (ROE) ed il costo del medesimo (rendimento “dovuto” al mercato alla luce del rischio relativo all’investimento in azioni o quote – K_E):

$$T_p = (\text{ROE} - K_E)$$

dove K_E rappresenta la redditività soddisfacente (costo del capitale investito – di rischio) ed è ottenuta dalla combinazione (somma) del “Rendimento degli impieghi a rischio nullo” e il “Premio per il rischio”.

Se la stima del rendimento degli impieghi a rischio nullo è facilmente determinabile (basta fare riferimento ai Titoli di Stato a Medio Lungo Termine), la misurazione del premio per il rischio è più complicata e oggetto di un acceso dibattito accademico.

Sul concetto di misurazione del premio per il rischio ci torneremo nelle dispense successive. Per ora limitiamoci a sottolineare che la leva finanziaria, ossia il grado di indebitamento, rappresenta un fattore di rischio (rischio finanziario) che contribuisce ad incrementare la redditività soddisfacente dell’azionista o, meglio ancora, il costo del capitale di rischio (K_E).

La Figura che segue (v. Fig. 14) raffigura il contributo della leva finanziaria nella teoria di creazione del valore.

⁹ Una panoramica delle teorie che hanno condotto al CAPM si trova in D. R. Harrington, *Modern Portfolio Theory and the Capital Asset Pricing Model. A User's Guide*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1983, Cap. 1.

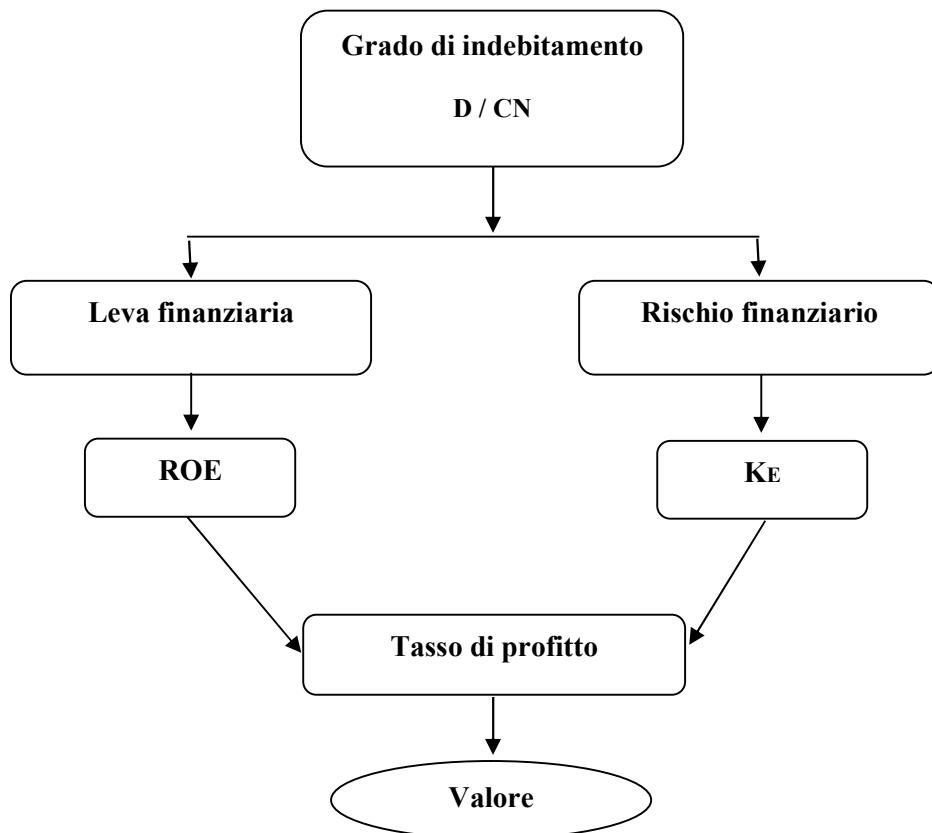


Figura 16. Concettualizzazione grafica della relazione tra la leva finanziaria e il valore d'azienda

6.2. La leva finanziaria

Le politiche di indebitamento vanno pianificate in funzione:

- Della redditività aziendale (ROI, ROE),
- Dell'onerosità dei debiti finanziari (ROD),
- Della struttura patrimoniale d'impresa.

In talune circostanze, infatti, a parità di reddito operativo, il ricorso all'indebitamento produce un effetto di moltiplicatore finanziario sulla redditività del patrimonio netto (misurata dal ROE). Tale effetto prende il nome di leva finanziaria. Per illustrare l'effetto leva consideriamo le seguenti variabili:

- ✓ RAI = Reddito Ante Imposte
- ✓ RN = Reddito Netto
- ✓ RO = Reddito Operativo
- ✓ OF = Oneri finanziari
- ✓ MT = Mezzi di Terzi
- ✓ PN = Patrimonio Netto

✓ CI = Capitale Investito

Poiché il modello della leva finanziaria è in questa sede centrato sull'analisi dell'influenza esercitata dalla sola gestione finanziaria sulla formazione del reddito netto di esercizio, si tralascia la considerazione delle altre aree relative alla gestione atipica e straordinaria supponendo, per ipotesi semplificatrice, che i risultati di queste ultime siano nulli.

Da ciò ne deriva la definizione di reddito netto quale semplice differenza tra reddito operativo e il risultato della gestione finanziaria, intesa come espressiva del solo costo di struttura finanziaria, così come segue:

$$RAI = RO - OF$$

$$RAI = (RO / CI * CI) - (OF / MT * MT)$$

dove $ROI = RO / CI$ e $ROD = OF / MT$

$$RAI = ROI * CI - ROD * MT$$

Dato che il Capitale Investito (CI) è altrimenti definibile come Patrimonio Netto (PN) + Mezzi di Terzi (MT):

$$RAI = (ROI * PN) + (ROI * MT) - ROD * MT$$

$$RAI = (ROI * PN) + [(ROI - ROD) * MT]$$

Dividendo per il Patrimonio Netto (PN):

$$1) ROE \text{ ante imposte (lordo)} = ROI + [(ROI - ROD) * MT / PN]$$

Supponendo che le imposte sul reddito siano pari all'aliquota t e che $(1-t)$ esprima la frazione di reddito risultante dopo il pagamento delle imposte sul reddito, si avrà:

$$2) ROE = ROI + [(ROI - ROD) * MT / PN] (1 - t)$$

La figura che segue (v. Fig. 15) rappresenta analiticamente la leva finanziaria, in virtù dell'equazione 1), sugli assi cartesiani, riportando sulle ascisse il "livello di indebitamento" (MT / PN) e sulle ordinate gli indici di redditività (ROE e ROI).

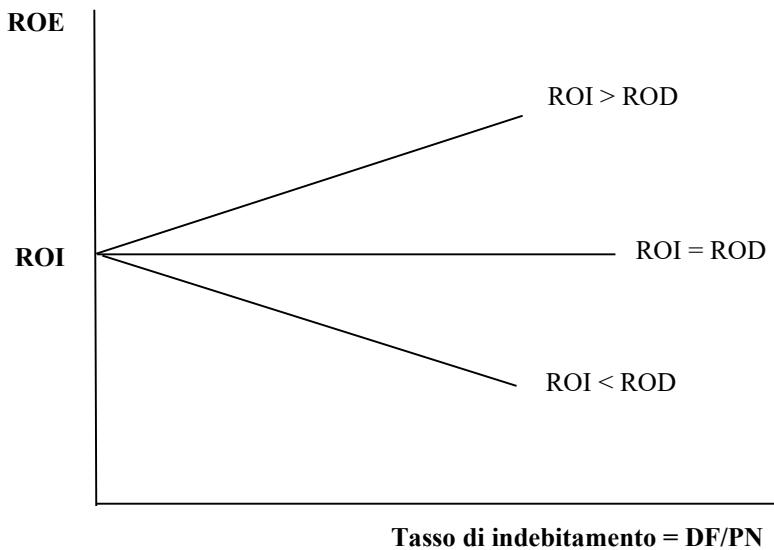


Figura 17. Concettualizzazione grafica della leva finanziaria

Dall'analisi delle rette si comprende che, se la redditività operativa (ROI) supera il costo medio del denaro ROD, il ROE cresce all'aumentare dell'indebitamento (la forbice tra ROE e ROI cresce all'aumentare dell'indebitamento).

Tale effetto si giustifica dal momento che i debiti possono generare ricchezza, ma solo grazie alla capacità dell'impresa di impiegare le fonti finanziarie a rendimenti superiori al costo del denaro. Non a caso spesso le imprese ricorrono al finanziamento di terzi con lo scopo principale di sfruttare appieno le opportunità correlate alla redditività aziendale (effetto leva).

Si noti (v. Fig. 16) come, a parità d'indebitamento, l'effetto leva cresce al crescere dello spread (ROI – ROD).

È altrettanto importante osservare che, quando l'onerosità dell'indebitamento ROD supera la redditività operativa (spread negativo) è necessario ridurre la dipendenza dall'indebitamento per evitare un effetto leva negativo sulla redditività del patrimonio netto (ROE).

Va ricordato che uno spread positivo non è sufficiente a giustificare una politica di investimenti finanziati con debiti a titolo oneroso (in tal caso le decisioni di investimento, come accennato nel paragrafo precedente e oggetto di approfondimento in altra dispensa, devono tener conto del costo del capitale = debiti + patrimonio netto).

Riassumendo, il livello di indebitamento (*Leverage*) → DF / PN tende ad aumentare al crescere della dipendenza da terzi finanziatori. Dal punto di vista economico, un incremento dell'indice comporta dunque una variazione di uguale segno nell'ammontare degli oneri finanziari, sia a seguito dell'aumento del tasso al quale vengono ottenuti i finanziamenti, sia a seguito dell'incremento della base sulla quale tali oneri vengono calcolati.

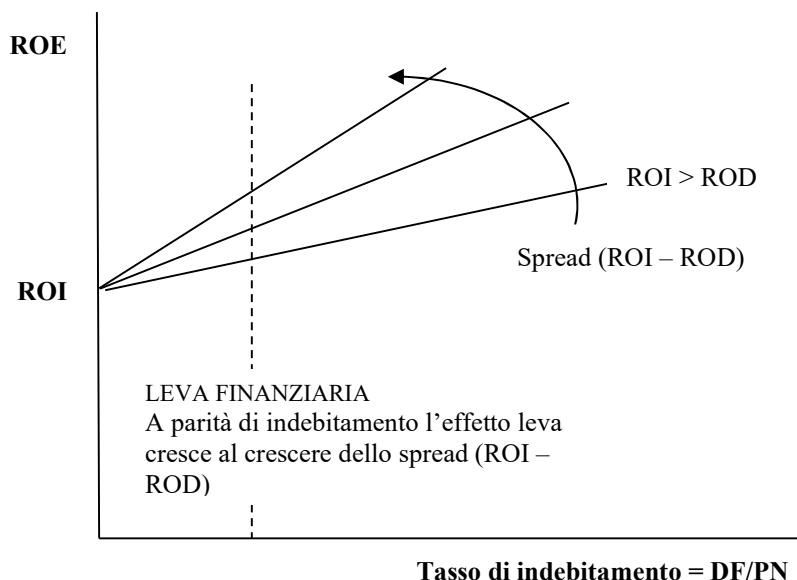


Figura 18. Concettualizzazione grafica della leva finanziaria, a parità di indebitamento

Sotto questo profilo è conveniente ricorrere all'indebitamento fino a che il rendimento che si ottiene dall'investimento dei nuovi capitali raccolti è superiore al costo dei capitali stessi - Effetto Leva -. Tale manovra, tuttavia, richiede un'attenta analisi dei conseguenti effetti positivi e negativi. Se, infatti, in un secondo momento l'indice raggiunge valori troppo elevati, il costo del capitale aumenta, come anche, l'impresa giudicata troppo rischiosa dai finanziatori esterni, può addirittura vedersi negata la possibilità di ottenere nuovi finanziamenti o il rinnovo di quelli in scadenza.

7. Analisi dei flussi finanziari

7.1. Premessa

Come accennato in precedenza, il totale delle passività esprime la copertura del fabbisogno finanziario in un dato istante (fonti di finanziamento). L'analisi di due bilanci consecutivi consente di calcolare la variazione del fabbisogno finanziario, ignorando, tuttavia, le operazioni che nel corso dell'anno hanno causato tali variazioni (analisi statica).

L'analisi dei flussi, per contro, consente di spiegare le variazioni intervenute nella struttura finanziaria aziendale, sulla base dei flussi finanziari (positivi e negativi) che

hanno accompagnato la gestione. Si comprende come l'analisi dei flussi finanziari rappresenti un completamento rispetto alle analisi di struttura illustrate precedentemente (analisi della solidità patrimoniale e della liquidità).

Avendo a disposizione due bilanci consecutivi l'analisi strutturale consente di individuare la configurazione finanziaria e patrimoniale dell'azienda in due istanti ben precisi (corrispondenti alla data di chiusura dei bilanci), evidenziando le variazioni intervenute nel corso dell'anno; l'analisi dei flussi ci consente di comprendere il perché di tali variazioni. A titolo di esempio, se l'analisi strutturale evidenzia un peggioramento della posizione finanziaria a breve, l'analisi dei flussi evidenzia le cause di tale peggioramento.

Prima di entrare nel merito delle analisi finanziarie occorre distinguere due grandezze fondamentali: i "fondi" e i "flussi".

Nelle discipline economiche il termine "flusso" viene utilizzato per indicare le variazioni subite, per effetto della gestione, del valore "fondo" di elementi patrimoniali, in un dato intervallo di tempo; il concetto di flusso è dinamico, implica cioè un movimento, ed in tal senso si contrappone al concetto di fondo.

I "fondi" in oggetto possono essere:

- Le disponibilità liquide (liquidità immediate);
- Il margine di tesoreria;
- Le attività correnti (capitale circolante lordo);
- Il capitale circolante netto;
- Tutte le poste dello stato patrimoniale (attivo & passivo).

Le analisi dei flussi finanziari trovano applicazione sia nelle analisi storiche che nelle analisi prospettiche; a tal proposito si veda la figura che segue (v. Fig. 17).

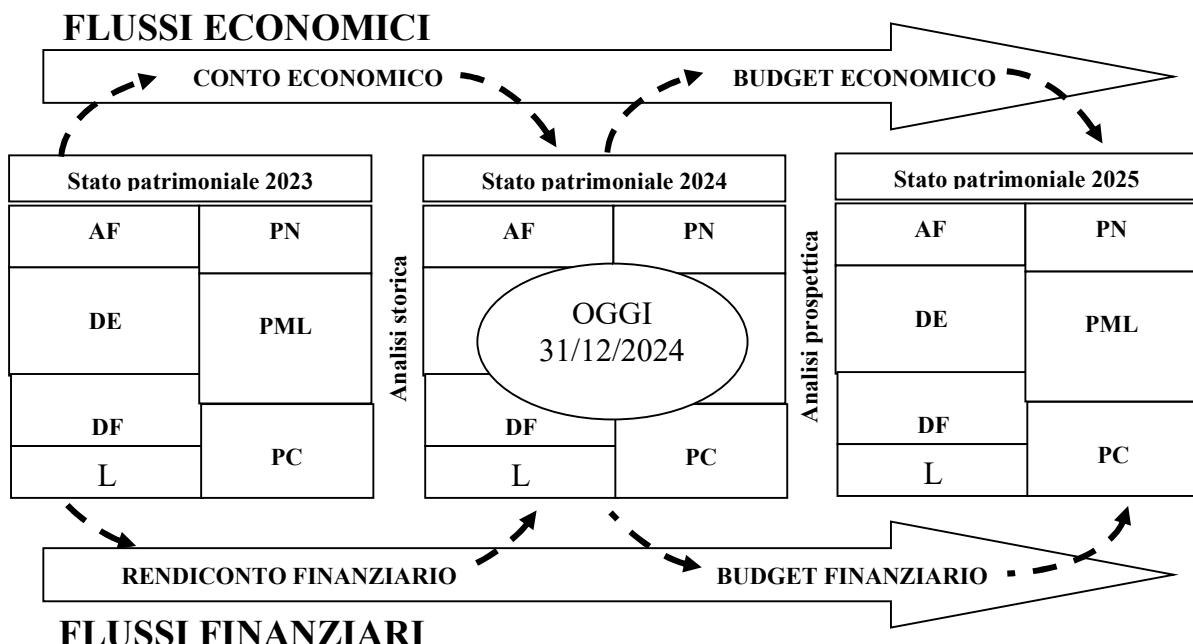


Figura 19. Concettualizzazione grafica dei flussi storici e prospettici

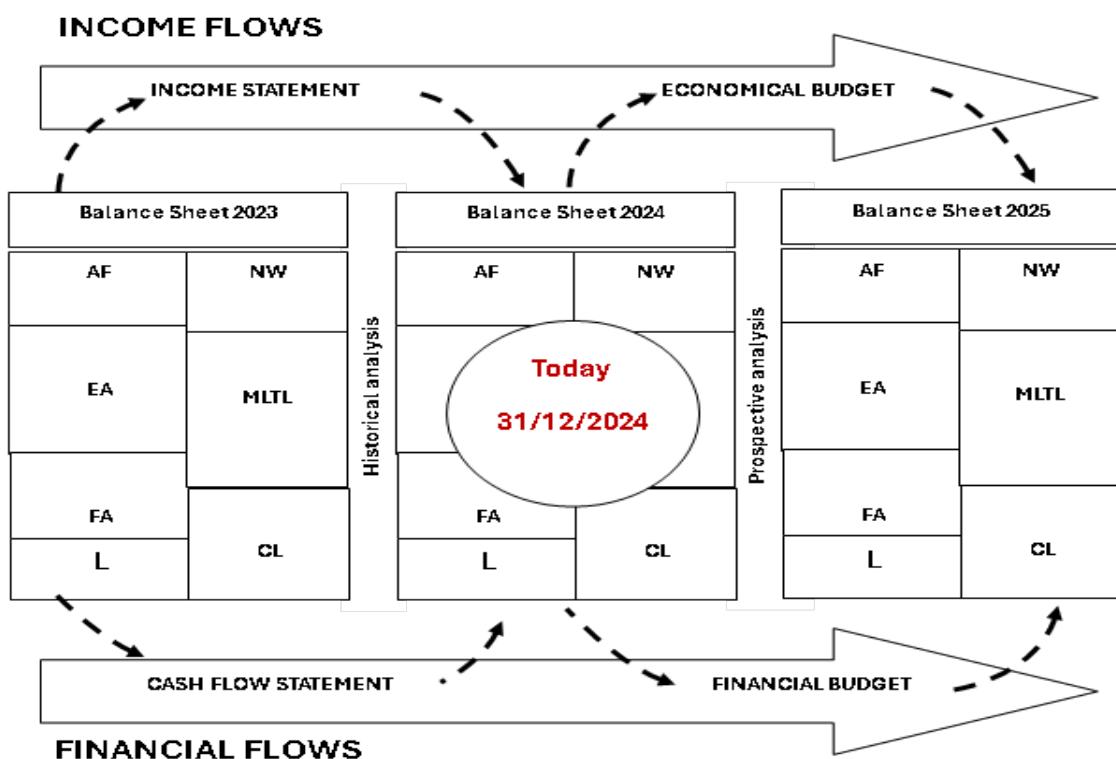


Figure 17. Graphic conceptualisation of historical and prospective flows

L'analisi dei flussi finanziari viene sviluppata utilizzando lo strumento del rendiconto finanziario.

Lo scopo del rendiconto finanziario è l'identificazione di quei flussi finanziari (positivi e negativi) generati dalle diverse attività di gestione, che comportano una variazione nelle poste dello stato patrimoniale.

Prima di entrare nel merito delle analisi finanziarie vedremo più da vicino alcune caratteristiche dei flussi finanziari.

7.2. I flussi finanziari

L'analisi dei flussi finanziari consente di evidenziare quali operazioni aziendali hanno procurato risorse di tipo finanziario all'azienda e quali hanno causato il consumo di tali risorse.

Ogni qual volta registriamo una variazione delle poste patrimoniali, sappiamo che quella variazione è imputabile ai flussi finanziari positivi o negativi. Va subito osservato che, tra le poste del patrimonio netto, troviamo una voce direttamente correlata agli utili (o perdite dell'esercizio).

La gestione, infatti, provoca flussi finanziari positivi, associati ai ricavi, e flussi finanziari negativi, associati ai costi (rimangono esclusi quei costi/ricavi c. d. "non monetari" cui corrisponde un flusso finanziario che si manifesta in un esercizio diverso da quello di competenza, come gli ammortamenti, le svalutazioni, ecc.).

Potremo quindi parlare di:

- Flussi finanziari generati dalla gestione reddituale;
- Flussi finanziari derivanti dalle variazioni delle poste dello stato patrimoniale.

Più in particolare possiamo ricondurre le variazioni nella struttura patrimoniale:

- ✓ Al risultato economico della gestione (utili/perdite d'esercizio);
- ✓ Alle operazioni di investimento e disinvestimento;
- ✓ Alle operazioni di finanziamento (con mezzi propri e di terzi) ed alle relative operazioni di rimborso;
- ✓ Alla politica dei dividendi.

La figura che segue (v. Fig. 18) evidenzia le diverse tipologie di flussi finanziari positivi e negativi. A sinistra della tabella, "flussi finanziari", sono elencati i principali flussi finanziari negativi (Investimenti, riduzione dei debiti, riduzione del Capitale Netto), mentre nella parte destra sono raccolti i flussi finanziari positivi (Autofinanziamento, disinvestimenti, aumento debiti, apporto di capitale proprio ecc.).

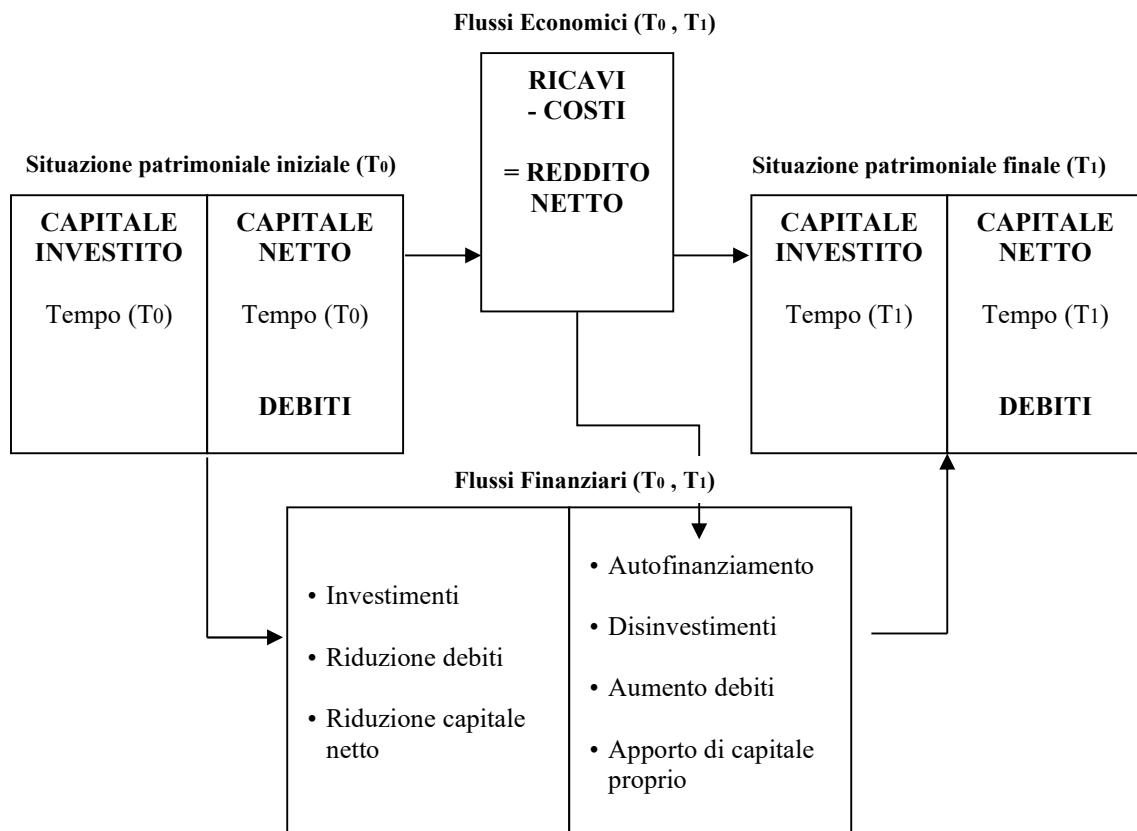


Figura 20. Concettualizzazione grafica dei flussi finanziari negativi e positivi

Si osservi che i flussi devono essere interpretati in chiave finanziaria. A titolo di esempio, un aumento di 100 euro dei debiti commerciali (a fronte di una fattura di acquisto di 100 euro con pagamento a 90 giorni) non va interpretata negativamente (pensando all'aumento del debito), bensì in termini di flussi positivi, dal momento che il fornitore, per un periodo di 90 giorni, finanzia la nostra attività corrente e, quindi, libera 100 euro di risorse finanziarie, disponibili per eventuali investimenti in circolante.

7.3. Lo strumento del rendiconto finanziario

L'analisi dei flussi viene sviluppata utilizzando lo strumento del rendiconto finanziario. Il rendiconto finanziario svolge sul piano dei movimenti finanziari la stessa funzione che, in termini economici, viene svolta dal conto economico.

Il "conto economico" spiega perché è intervenuta una variazione nel patrimonio netto (utile o perdita) attraverso l'esposizione analitica dei costi e dei ricavi di competenza, mentre, il "rendiconto finanziario" spiega perché è intervenuta una variazione nella struttura finanziaria aziendale e fornisce le motivazioni analitiche di tali variazioni in termini di flussi finanziari.

7.4. Il rendiconto finanziario dei flussi di cassa

Ciò che a fine esercizio depone concretamente pro o contro il buon andamento economico e finanziario dell'attività gestionale di una impresa è la variazione positiva o negativa che si manifesta nella sua liquidità.

I movimenti monetari della cassa e delle banche, attivi e passivi, determinando un flusso positivo di liquidità, attestano che l'impresa ha raggiunto l'obiettivo più importante e fondamentale per qualsiasi attività economica: “l'autogenerazione di liquidità”.

L'analisi della capacità di un'azienda di generare flussi di cassa è, quindi, fondamentale per apprezzare le performance aziendali sia nel breve che nel medio-lungo periodo, nonché per i processi di valutazione della solvibilità aziendale.

Nella prospettiva di un analista esterno, l'analisi dei flussi di cassa risulta fondamentale per valutare lo *standing creditizio* di un'impresa, con particolare riferimento alla capacità di generare flussi tali da remunerare il capitale di debito ed i relativi interessi (da qui la necessità di non limitare l'indagine all'analisi storica ma estenderla in chiave prospettica).

Nel caso del rendiconto finanziario dei flussi di cassa (*cash flow statement*) la grandezza “fondo” di cui si vogliono indagare tutti i movimenti che ne hanno causato una variazione è la liquidità.

L'obiettivo dell'analisi dei flussi di cassa è di predisporre un rendiconto capace di spiegare perché ad un determinato risultato economico spesso nella realtà si accompagna un diverso andamento finanziario; il principio di competenza economico, infatti ci porta a determinare un risultato d'esercizio diverso dall'incremento (o decremento) della liquidità nello stesso periodo.

L'analisi dei flussi di cassa ci aiuta a comprendere le ragioni di tali differenze.

«Le regole relative al cash flow sono molto semplici. Ogni volta che un'azienda compila un assegno, si verifica un'uscita di cassa; quando riceve un assegno, c'è un'entrata di cassa. Questa è l'unica regola e la sua enorme semplicità indica che è difficile trovare meccanismi per nascondere verità sgradevoli sugli affari dell'azienda».

La nozione di “liquidità immediata” che si collega al rendiconto finanziario può essere assunta considerando i saldi dei conti correnti bancari.

In tal modo parleremo di liquidità netta o immediata per indicare:

- ✓ + cassa,
- ✓ + saldi c/c Bancari,
- ✓ + titoli a breve facilmente negoziabili.

In questa sede rappresentiamo due tipologie di rendiconto finanziario dei flussi di cassa. Per entrambi, il metodo è quello indiretto.

Il primo schema di rendiconto evidenzia il Risultato d'esercizio, mentre il secondo schema proposto parte dall'EBIT (Reddito Operativo).

Il primo rendiconto, determinato a partire dal risultato economico (metodo indiretto), è così definito:

Reddito Netto

+ Ammortamenti e svalutazioni

± Variazione fondi

→ **(A) Autofinanziamento della gestione reddituale**

± Variazione clienti

± Variazione crediti diversi (non finanziari)

± Variazione magazzino

± Variazione fornitori

± Variazione debiti diversi (non finanziari)

→ **(B) Variazione Capitale Circolante Netto Operativo o commerciale (CCNO)**

→ **(A) + (B) = (C) Flusso di cassa della gestione reddituale**

- Rimborsi quote capitale mutui

+ Accensione mutui

± Investimenti / disinvestimenti di Capitale Fisso

± Aumento di capitale di rischio / distribuzione dividendi

→ **(D) Flusso di cassa della gestione extra-reddituale**

→ **(C) + (D) = (E) Flusso di cassa totale**

Net income

+ Depreciation and write-downs

± Change in funds

→ **(A) Self-financing of income management**

± Customer variation

± Change in various receivables (non-financial)

± Warehouse variation

± Change in suppliers

± Change in various debts (non-financial)

→ **(B) Change in operational or commercial net working capital (CNWC)**

→ **(A) + (B) = (C) Cash flow from income management**

- Refunds of mortgage capital

+ Taking out mortgages

± Investments / disinvestments of Fixed Capital

± Risk capital increase / dividend distribution

→ **(D) Cash flow from non-profit operations**

→ **(C) + (D) = (E) Total cash flow**

La prima sezione (A) del rendiconto evidenzia l'autofinanziamento della gestione reddituale, ottenuto sommando al risultato di esercizio (utile o perdita) i costi ed i proventi non monetari quali ammortamenti, svalutazioni e variazione dei fondi (fondo TFR, fondo rischi, ecc.): possiamo dire che l'autofinanziamento rappresenta il “risultato monetario” della gestione reddituale (a differenza del reddito netto che ne rappresenta il “risultato economico”).

La seconda sezione (B) del rendiconto consente di calcolare la variazione del capitale circolante netto operativo o commerciale (CCNO), dato da:

$$\text{CCNO} = (\text{Magazzino} + \text{Crediti}) - \text{Debiti non finanziari}$$

Il capitale circolante netto operativo esprime l’investimento netto necessario per sostenere l’attività tecnico-commerciale corrente (acquisti→produzione→vendita), senza considerare gli investimenti fissi (quali macchine, impianti, ecc.). In realtà la maggior parte dei capitali investiti dalle imprese è spesso impiegata nel capitale circolante attivo (magazzino + crediti clienti) fortunatamente una parte di questi investimenti è finanziata dai fornitori (capitale circolante passivo).

Il CCNO rappresenta, quindi, il fabbisogno finanziario non coperto dai fornitori: la gestione efficiente di questo tipo di investimento è essenziale per l’equilibrio finanziario aziendale.

La variazione del CCNO indica la differenza tra il CCNO dell’esercizio e il CCNO dell’esercizio precedente. Indica (se il flusso è negativo) quante risorse sono state liberate (quanta cassa è stata generata) dalla riduzione del CCNO, oppure (se il flusso è positivo), quanto si è dovuto investire (quanta cassa è stata assorbita) per sopprimere al fabbisogno della gestione corrente.

Quindi, riepilogando, se in un periodo il capitale circolante operativo netto (fatta esclusione per la cassa) si riduce, il flusso di cassa operativo di quel periodo risulta superiore al Reddito netto: le voci del CCNO hanno prodotto liquidità; se, al contrario, il CCNO aumenta, il flusso di cassa operativo risulta inferiore al reddito netto: le voci del CCNO hanno in questo caso “trattenuto” liquidità. Se c’è ammortamento, il flusso di cassa operativo risulta maggiore – a parità di capitale circolante – del reddito netto.

A questo punto, la terza sezione (C) del rendiconto ci consente di calcolare il flusso di cassa della gestione reddituale, dato dalla somma algebrica dell’autofinanziamento e della variazione del capitale circolante netto operativo.

Il flusso di cassa della gestione reddituale rappresenta il risultato monetario derivante dalla gestione reddituale, depurato del fabbisogno monetario assorbito per finanziare il capitale circolante operativo. Questo è in assoluto il flusso di cassa più importante da tenere sotto controllo. Spesso, infatti, l’assorbimento di cassa derivante dal finanziamento del capitale circolante assorbe molte delle risorse finanziarie generate dall’utile monetario della gestione (occorre quindi tenere sotto controllo questo fenomeno e assicurare che il flusso di cassa della gestione reddituale rimanga positivo).

La quarta sezione (D) del rendiconto evidenzia il cosiddetto flusso di cassa generato o assorbito dalla gestione extra-reddituale riguardante le entrate e le uscite monetarie che si sono manifestate nell’ambito dei settori dello stato patrimoniale diversi dal capi-

tale circolante netto operativo e dal conto economico (es. la variazione del capitale fisso, del patrimonio e dei debiti finanziari).

La quinta sezione (E) del rendiconto consente di calcolare il flusso di cassa totale, dato dalla somma algebrica dei risultati della gestione reddituale e della gestione extra-reddituale; tale flusso rappresenta l'incremento o il decremento che le disponibilità liquide esistenti all'inizio dell'esercizio hanno subito nel periodo di gestione per effetto dell'attività monetaria dell'impresa.

«Si osservi che, per definizione e per quadratura contabile, il flusso di cassa totale è uguale alla variazione del saldo cassa e banche a breve tra un esercizio e il precedente e rappresenta, quindi, l'effettiva variazione della liquidità netta aziendale».

Il secondo rendiconto proposto¹⁰ è utile nell'analisi della capacità di un'azienda di “generare flussi di cassa operativa”, fondamentale per apprezzare le performance aziendali sia nel breve che nel medio-lungo periodo, nonché per i processi di valutazione della sostenibilità finanziaria delle strategie aziendali. In altri termini, l'analisi dei flussi risulta fondamentale per valutare lo *standing creditizio* di un'impresa, con particolare riferimento alla capacità di generare flussi tali da remunerare il capitale di debito ed i relativi interessi che si rendono necessari nell'attuazione delle strategie d'impresa.

I flussi di cassa evidenziano la direzione, positiva nel caso di entrate di denaro e negativa nel caso opposto, e l'intensità dei movimenti finanziari generati dall'attività aziendale, ossia definiscono la cosiddetta dinamica finanziaria rispetto alla scansione temporale che più interessa, il mese piuttosto che il trimestre o l'anno.

In particolare, si distinguono come fondamentali, per l'oggetto del presente documento, i seguenti flussi di cassa:¹¹

- Il flusso di cassa operativo corrente;
- Il *free cash flow from operations*;
- Il flusso di cassa al servizio del debito;
- Il flusso di cassa al servizio dell'*equity*.

Guardando alle aree di gestione è di assoluta evidenza che quella operativa occupa un ruolo centrale. Essa è infatti il vero e proprio “motore” dell'impresa.

È dalla gestione operativa, quindi, che occorre prendere le mosse nell'analisi dei flussi di cassa. In particolare, l'attenzione si deve concentrare sull'ambito “corrente” della gestione operativa. Qui, si raccolgono le quotidiane attività di acquisto dei fattori

¹⁰ Per maggiori approfondimenti sul secondo schema di rendiconto, in questa sede proposto, si veda: A. Ferrandina, F. Carriero, A. Quintiliani, *Business e sviluppo d'impresa*, IPSOA Milano, 2008.

¹¹ Per cogliere in pieno il significato strategico dei flussi di cassa si vedano: F. Giunta, F. Ciapponi, *L'analisi dei flussi di cassa. Lezione n. 1. La costruzione del rendiconto finanziario*, in: I corsi di Amministrazione & Finanza, giugno 2003; M. Bonacchi, F. Ciapponi, *L'analisi dei flussi di cassa. Lezione n. 2. Il rendiconto finanziario: criteri applicativi*, in: I corsi di Amministrazione & Finanza, luglio 2003; F. Giunta, F. Ciapponi, *L'analisi dei flussi di cassa. Lezione n. 3. L'interpretazione del rendiconto finanziario*, in: I corsi di Amministrazione & Finanza, agosto 2003; C. Teodori, *La costruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario*, Giappichelli Torino, 2002; A. Cascio, *Cash-Flow*, Pirola Editore Milano, 1994.

di consumo, di loro trasformazione per l'ottenimento dei prodotti e, infine, di vendita dei prodotti ottenuti. Queste attività generano costantemente uscite ed entrate monetarie. Per valutare le condizioni di equilibrio finanziario della gestione è indispensabile misurare il flusso di cassa operativo corrente, ossia comprendere se le attività che animano il “ciclo operativo” determinano, nel loro complesso, un avanzo di cassa o un fabbisogno monetario.

Infatti, come sul piano economico è alla gestione operativa corrente che spetta produrre reddito, così sul piano finanziario è da questo ambito di gestione che devono provenire le disponibilità di mezzi monetari da impiegare per far fronte ai diversi impegni di pagamento suscitati dalle altre attività della gestione aziendale. Si pensi, ad esempio, all’acquisto di nuovi impianti, al rimborso dei debiti, alla corresponsione di dividendi. La gestione operativa corrente, in sostanza, costituisce “l’acquedotto” monetario dell’impresa. Se l’acquedotto è “a secco” sono guai.

Muovendosi nella prospettiva tracciata, l’analisi dei flussi deve iniziare dalla determinazione del flusso di cassa operativo corrente. A questo fine occorre, anzitutto, procedere a quantificare i costi ed i proventi non monetari quali ammortamenti, svalutazioni e variazione dei fondi (fondo TFR, fondo rischi, ecc.): possiamo dire che il flusso di cassa operativo corrente rappresenta il “risultato monetario” della gestione corrente (a differenza del reddito operativo - EBIT - che ne rappresenta il risultato economico).

Al fine della determinazione del flusso di cassa operativo corrente occorre procedere all’ulteriore rettifica dovuta alla variazione del capitale circolante netto operativo o commerciale (CCNO).

Il flusso di cassa operativo corrente così ottenuto rappresenta il risultato monetario derivante dalla gestione corrente, depurato del fabbisogno monetario assorbito per finanziare il capitale circolante netto commerciale.

Sin qui abbiamo misurato la “portata” del principale “condotto idrico” dell’impresa: il flusso di cassa operativo corrente. I movimenti di cassa, tuttavia, non sono riconducibili soltanto alle attività del ciclo operativo. Dopo aver determinato i movimenti monetari dovuti alla gestione operativa corrente, si considerano i movimenti di moneta derivanti dalla gestione operativa “strutturale”.

La gestione operativa strutturale è rappresentata dal complesso delle operazioni attraverso le quali viene predisposto, conservato e sviluppato l’apparato produttivo aziendale. Si tratta, cioè, di operazioni di acquisto (e dismissione) di fabbricati, impianti, macchinari, ma anche brevetti, *know how*, etc. In quest’ottica i movimenti di cassa derivanti da tale ambito della gestione sono riconducibili a:

- Acquisizioni di immobilizzazioni materiali e immateriali, le quali causano uscite di moneta;
- Dismissioni di immobilizzazioni materiali e immateriali, le quali generano entrate di moneta.

Con riferimento alle acquisizioni, per calcolare correttamente le uscite di cassa della gestione operativa strutturale occorre, anzitutto, che il valore degli impianti sia espresso al netto del fondo di ammortamento; inoltre, bisogna tener conto della quota annua di ammortamento stanziata nell’esercizio e di eventuali svalutazioni per perdite dure-

voli di valore come anche delle dilazioni concesse dai fornitori impianti, degli effetti di eventuali rivalutazioni e di conferimenti di immobilizzazioni operative a fronte di aumenti di capitale sociale.

Le dismissioni sono “segnalate” da decrementi dei conti accesi alle immobilizzazioni. Come nel caso delle acquisizioni, un calcolo corretto delle entrate di cassa dovute a dismissioni richiede anzitutto che il valore degli impianti sia espresso al netto del fondo ammortamento. Oltre a ciò, bisogna tener conto delle plus e minusvalenze conseguite con la vendita dei cespiti.

L’aspetto di maggior rilievo è costruito proprio dalle plus e minusvalenze da alienazione. Come si sa, infatti, i movimenti delle immobilizzazioni sono espressi in contabilità a valori di costo. Non necessariamente, però, il prezzo di vendita è pari al prezzo di costo.

Quindi, come regola generale, le plusvalenze vanno aggiunte all’importo del decremento delle immobilizzazioni, mentre le minusvalenze vanno sottratte.

Però, è bene precisare che nella stesura del rendiconto finanziario, per quanto riguarda le immobilizzazioni, si segue questa logica:¹²

- *Plusvalenze*: quando si realizza una plusvalenza dalla vendita di un’immobilizzazione, questa deve essere sottratta dall’utile netto nella sezione dei flussi di cassa operativi. Questo perché la plusvalenza è già inclusa nell’utile netto come un ricavo non monetario, ma il flusso di cassa derivante dalla vendita dell’immobilizzazione è già contabilizzato nella sezione dei flussi di cassa da attività di investimento. Quindi, per evitare di contare due volte lo stesso effetto, si sottrae la plusvalenza.
- *Minusvalenze*: Quando si realizza una minusvalenza dalla vendita di un’immobilizzazione, questa deve essere aggiunta all’utile netto nella sezione dei flussi di cassa operativi. Questo perché la minusvalenza riduce l’utile netto, ma, analogamente alla plusvalenza, il flusso di cassa derivante dalla vendita dell’immobilizzazione è già contabilizzato nella sezione dei flussi di cassa da attività di investimento. Aggiungendo la minusvalenza, si corregge il fatto che l’utile netto è stato ridotto da un costo non monetario. Quindi:
 - ✓ *Plusvalenze*: Sottratte nella sezione dei flussi di cassa operativi.
 - ✓ *Minusvalenze*: Aggiunte nella sezione dei flussi di cassa operativi.

¹² Nel contesto del rendiconto dei flussi di cassa, le plusvalenze derivanti dalla vendita di immobilizzazioni sono considerate ricavi non monetari. Quando un’azienda vende un’immobilizzazione (come un macchinario o un edificio) a un prezzo superiore al suo valore contabile netto, realizza una plusvalenza. Questa plusvalenza viene registrata nel conto economico come un ricavo, ma non rappresenta un afflusso di cassa operativo. Infatti, il flusso di cassa relativo alla vendita dell’immobilizzazione è già stato considerato nella sezione delle attività di investimento del rendiconto dei flussi di cassa, dove si registra l’incasso netto della vendita. Nella sezione dei flussi di cassa operativi, il rendiconto parte dall’utile netto e poi effettua delle rettifiche per tenere conto delle voci non monetarie, come appunto le plusvalenze o minusvalenze da cessione di immobilizzazioni. La plusvalenza viene quindi sottratta (nel caso di una minusvalenza, aggiunta) dall’utile netto per evitare di duplicare l’impatto sul flusso di cassa, dato che l’effettivo incasso è già stato riportato nella sezione degli investimenti. In sintesi:

- ✓ Le plusvalenze sono ricavi non monetari.
- ✓ Vengono sottratte nella sezione dei flussi di cassa operativi per neutralizzarne l’effetto sul rendiconto, dato che il flusso di cassa reale è stato già considerato nella sezione delle attività di investimento.

Questo approccio garantisce che nel rendiconto finanziario l'effetto reale della vendita delle immobilizzazioni sia correttamente rappresentato.

Per dovere di informazione, appare doveroso ricordare che nel rendiconto finanziario costruito con il metodo indiretto, se si parte dall'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes, cioè Utile Operativo), le plusvalenze da alienazione di immobilizzazioni sono gestite in modo simile a quanto avviene nel caso in cui si parta dall'utile netto (in inglese: Net Income). A tal proposito, ecco come si imputano le plusvalenze:

- ✓ *Partenza dall'EBIT*: L'EBIT include già il risultato operativo dell'azienda prima degli interessi e delle imposte, ma può includere anche componenti straordinari come le plusvalenze derivanti dalla vendita di immobilizzazioni.
- ✓ *Rettifica delle Plusvalenze*: Le plusvalenze da alienazione di immobilizzazioni devono essere sottratte dall'EBIT nella sezione dei flussi di cassa operativi. Questo perché tali plusvalenze non rappresentano flussi di cassa operativi effettivi, ma solo guadagni contabili che sono già stati inclusi nell'EBIT. Il flusso di cassa effettivo derivante dalla vendita dell'immobilizzazione sarà contabilizzato nella sezione dei flussi di cassa da attività di investimento.

Pertanto, nel rendiconto finanziario costruito con il metodo indiretto e che parte dall'EBIT:

- ✓ Le plusvalenze da alienazione di immobilizzazioni vengono sottratte dall'EBIT nella sezione dei flussi di cassa operativi, per escludere l'effetto contabile non monetario di queste plusvalenze dai flussi di cassa operativi.

Questo passaggio è necessario per assicurare che il rendiconto finanziario rappresenti correttamente solo i flussi di cassa effettivi derivanti dalle operazioni aziendali.

La gestione operativa strutturale, in conclusione, può produrre uscite ed entrate di moneta. Da essa, quindi, può derivare un disavanzo (ossia un fabbisogno) o (più raramente) un avanzo netto di cassa. L'importo di tale saldo viene comunemente indicato con il termine “capex” (*capital expenditure*).¹³

Sulla base di questo risultato, siamo in grado di calcolare il flusso di cassa complessivo della gestione operativa. Esso si ottiene sommando l'avanzo (o il disavanzo) di cassa della gestione operativa corrente con il disavanzo (o l'avanzo) di cassa della gestione operativa strutturale.

Il risultato monetario complessivo della gestione operativa viene comunemente indicato come *free cash flow from operations*. Il segno del *free cash flow* può essere:

- Positivo, nel qual caso esso misura l'ammontare di mezzi monetari a disposizione dell'impresa per far fronte agli impegni di pagamento derivanti da altre operazioni di gestione;
- Negativo, nel qual caso si configura un fabbisogno monetario operativo. Il fabbisogno finanziario operativo indica l'ammontare dei mezzi monetari necessari per realizzare gli investimenti collegati ai piani di consolidamento e sviluppo delle

¹³ *Capital Expenditure* (Capex): Rappresentano flussi di cassa in entrata e/o in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta cioè di investimenti e/o disinvestimenti in capitale fisso. Per una trattazione approfondita del Capex si veda: E. Pavarani, *L'equilibrio finanziario. Criteri e metodologie nella logica di Basilea 2*, McGraw-Hill Milano, 2006.

arene competitive prescelte. Tali mezzi monetari dovranno essere raccolti attraverso operazioni svolte nell'ambito della gestione finanziaria.

Il calcolo del *free cash flow*, ma soprattutto la sua composizione, assume grande rilevanza ai fini del giudizio sulle condizioni di equilibrio della gestione.

Cruciale si rivela il confronto fra il flusso di cassa operativo corrente ed il saldo monetario derivante dalle attività operative strutturali.

Tale confronto mette in evidenza la capacità dell'impresa di far fronte con le sole "proprie forze", ossia con i soli mezzi monetari prodotti attraverso il quotidiano avvicendarsi delle operazioni di acquisto-trasformazione-vendita, al fabbisogno finanziario derivante dalle attività di consolidamento e sviluppo della struttura operativa.

L'idea guida è che l'impresa deve essere in grado di soddisfare, in primo luogo, i fabbisogni relativi agli investimenti necessari per consolidare e sviluppare la struttura con la quale compete nel business di riferimento. È grazie a questi investimenti, infatti, che si producono i "flussi correnti" e, quindi, si alimenta "l'acquedotto monetario" dell'impresa. Un'impresa che non sappia sostenere adeguatamente lo sviluppo della propria struttura produttiva, rappresentata dalle immobilizzazioni materiali e immateriali, eroderà la propria posizione di vantaggio competitivo e inaridirà, ben presto, la propria capacità di generare un congruo autofinanziamento.

Certo, per lo sviluppo della struttura è sempre possibile ricorrere all'indebitamento od alla raccolta di capitale di rischio. Ma, al di là della onerosità di queste scelte, occorre considerare che i tempi del mercato finanziario non necessariamente coincidono con quelli della competizione nelle "aree strategiche di affari". Ai tempi lunghi necessari per istituire un'operazione finanziaria e portarla a compimento (ammesso che i finanziatori accolgano positivamente le richieste dell'impresa) si contrappongono i tempi brevi con i quali è indispensabile rispondere alle mosse della concorrenza. Solo disponendo di risorse interne, l'impresa è effettivamente in grado di muoversi con tempestività e senza condizionamenti.

Esaurita la gestione operativa, l'attenzione si sposta sulla gestione finanziaria. L'esame dei movimenti di quest'area della gestione viene compiuto sulla scorta della distinzione fra: gestione finanziaria attiva e gestione finanziaria passiva.

La gestione finanziaria attiva può produrre entrate monetarie come anche uscite monetarie. Le entrate sono associate a operazioni di incasso di dividendi, vendita di attività finanziarie ecc; le uscite sono associate a operazioni di acquisto diritti d'opzione, acquisto di attività finanziarie etc.

La gestione finanziaria attiva, in conclusione, può generare un avanzo o un disavanzo (ossia un fabbisogno) di cassa.

Anche la gestione finanziaria passiva può produrre sia entrate che uscite di moneta. Tuttavia, al fine di accrescere la portata informativa dell'analisi dei flussi di cassa, è utile limitare inizialmente l'analisi dei movimenti monetari della gestione finanziaria passiva alle sole operazioni che determinano uscite di moneta.

Muovendosi su questa strada, quindi, la gestione finanziaria passiva determina necessariamente un fabbisogno monetario.

Gli esempi più significativi di uscite causate dalla gestione finanziaria passiva sono costituiti da:

- Pagamento di interessi passivi;
- Rimborso di quote di capitale di prestiti contratti.

Assumendo una visione “allargata” della gestione finanziaria, ossia considerando accanto alle operazioni sul capitale di credito anche quelle sul capitale di rischio, ulteriori uscite monetarie si possono manifestare in corrispondenza a:

- Riduzioni di capitale sociale. Si pensi, in proposito, alle operazioni di riacquisto azioni proprie (*buy-back*), sempre più frequenti, con successivo annullamento delle azioni;
- Distribuzioni di utili;
- Distribuzioni di riserve.

I movimenti monetari dell’area finanziaria, attiva e passiva, possono essere organizzati in modo da evidenziare la formazione di particolari “margini”.

Contrapponendo il *free cash flow from operations* ai movimenti monetari riconducibili alla gestione finanziaria attiva è, anzitutto possibile determinare il flusso di cassa al servizio del debito (*free cash flow to debts*).

Partendo da questo margine è, poi, possibile giungere a quantificare il flusso di cassa al servizio del capitale di rischio (*free cash flow to equity*): basta sottrarre dal flusso di cassa al servizio del debito l’ammontare delle uscite dovute al pagamento di interessi passivi e ai rimborsi di quote di capitale di credito.

Il contributo che ciascuno di essi può fornire all’analisi delle condizioni finanziarie della gestione è evidente:

- **Il flusso di cassa al servizio del debito** esprime la capacità dell’impresa di generare risorse monetarie sufficienti a servire adeguatamente i prestiti. In altre parole, si vuole mettere in luce il grado di effettiva solvibilità dell’impresa intesa come capacità di far fronte ai debiti con le proprie risorse interne, dopo aver soddisfatto le esigenze di investimento operativo e finanziario. Questa capacità poteva essere misurata anche confrontando il flusso di cassa operativo corrente direttamente con l’ammontare dei pagamenti imposti dai finanziamenti contratti dall’impresa. L’idea di fondo, tuttavia, è che un’impresa è veramente solvibile se è in grado di rimborsare i debiti, pagare gli interessi e corrispondere i dividendi senza “sacrificare” lo sviluppo degli investimenti, segnatamente quelli relativi alla struttura operativa. Per questo, il flusso operativo corrente viene dapprima contrapposto ai fabbisogni monetari legati alla struttura operativa (capex) e, solo successivamente, ai fabbisogni generati dal servizio dei debiti;

- **Il flusso di cassa al servizio dell’equity** costituisce la premessa per comprendere:

- In che misura la remunerazione corrisposta ai portatori di capitale di rischio (vuoi sotto forma di dividendi, vuoi sotto forma di riacquisto azioni) concorre a determinare il fabbisogno finanziario;
- Se le risorse prodotte internamente consentono di coprire tale fabbisogno, oppure è necessario fare ricorso a fonti esterne.

Una volta determinato il flusso di cassa al servizio dell'*equity* si passa a misurare la consistenza del saldo monetario della gestione vista nel suo complesso, a prescindere dall'acquisizione di mezzi finanziari dall'esterno. Questa si ottiene sommando al flusso di cassa al servizio dell'*equity* l'ammontare delle uscite dovute alla gestione del patrimonio netto, ossia: distribuzioni di utili, distribuzioni di riserve, riduzioni di capitale sociale.

Il flusso di cassa “complessivo” che risulta dopo aver considerato gli esborsi relativi al servizio del capitale netto, può essere:

- Positivo, nel qual caso si parla di flusso di cassa discrezionale. Il flusso di cassa discrezionale indica l'ammontare di mezzi monetari netti a disposizione dell'impresa per gli usi più diversi. Esso corrisponde alla variazione netta di cassa registrata nel periodo di riferimento;
- Negativo, nel qual caso si configura un fabbisogno monetario complessivo della gestione.

Alla luce di queste osservazioni si comprende la scelta di lasciar fuori i flussi di cassa derivanti dall'accensione di nuovi debiti o da aumenti del capitale di rischio. Solo così, infatti, è possibile mettere in chiara evidenza se l'impresa:

- È in grado di produrre, senza rivolgersi all'esterno, *surplus* monetari; oppure,
- A quanto ammonta e come è composto il fabbisogno finanziario dell'intera gestione aziendale per coprire il quale è indispensabile il ricorso a fonti esterne.

Se avessimo considerato le operazioni di rimborso dei prestiti insieme a quelle di acquisizione di nuove fonti finanziarie, evidentemente non saremmo riusciti a cogliere questi importanti aspetti. Fabbisogni e loro coperture esterne si sarebbero, per così dire, mescolati.

Il secondo rendiconto, determinato a partire dall'EBIT (metodo indiretto), è così definito:

EBIT

+ Ammortamenti

+ Svalutazione di immobilizzazioni

= Autofinanziamento lordo

- Imposte dell'esercizio

= Autofinanziamento netto

± Variazione Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)

± Variazione TFR

± Variazione altri fondi

= Flusso di Cassa Operativo Corrente (FCOC)

± Minusvalenze/Plusvalenze da alienazione

± Variazione immobilizzazioni (materiali ed immateriali)

= Free Cash Flow from Operations

± Proventi ed Oneri della gestione finanziaria attiva

± Variazione di attività finanziarie

= **Flusso di cassa ante proventi ed oneri straordinari**

± Proventi ed oneri straordinari

= **Flusso di cassa al servizio del debito**

- Oneri finanziari

- Rimborsso Debiti Finanziari a M-L termine

- Rimborsso Debiti a breve termine

= **Flusso di cassa al servizio dell'Equity**

- Distribuzione di dividendi

- Rimborsso di capitale sociale

= **Fabbisogno (avanzo) finanziario complessivo**

+ Accensione debiti a M-L termine

+ Accensione debiti a breve termine

+ Aumenti di capitale

= **Variazione saldo di cassa**

EBIT

+ Depreciation

+ Devaluation of fixed assets

= **Gross self-financing**

- Taxes for the year

= **Net self-financing**

± Change in Operating Net Working Capital (ONWC)

± Change in TFR (SEVERANCE PAY)

± Change in other provisions

= **Current Operating Cash Flow (COCF)**

± Capital losses/Capital gains from disposal

± Change in fixed assets (tangible and intangible)

= **Free Cash Flow from Operations (FCFO)**

± Income and expenses from active financial management

± Change in financial assets

= **Cash flow before extraordinary income and expenses**

± Extraordinary income and expenses

= **Cash flow to service debt**

- Financial charges

- Repayment of financial debts at ML term

- Repayment of short-term debts

= **Cash flow serving Equity**

- Distribution of dividends

- Reimbursement of share capital

= **Overall financial requirement (surplus).**

+ Opening of ML term debts

+ Taking on short-term debt

+ Capital increases

= Change in cash balance

7.5. I flussi di cassa per attività o aree gestionali (approfondimenti)¹⁴

L'analisi dei flussi di cassa è un passo fondamentale per la valutazione della performance di un'azienda poiché consente di rispondere ai seguenti interrogativi:

- La gestione aziendale nel suo complesso ha generato un *surplus* o un fabbisogno finanziario nel corso dell'esercizio.
- Quali sono le aree aziendali che hanno generato oppure assorbito risorse finanziarie?
- La dinamica finanziaria aziendale è sostenibile nel tempo?

È dunque evidente che diviene necessario uno studio approfondito della dinamica finanziaria al fine di individuare le determinanti che hanno generato le variazioni delle disponibilità liquide. Al fine di comprendere la dinamica finanziaria aziendale, è in primo luogo opportuno distinguere tra:

- **risultato economico**, il quale deriva dalla contrapposizione tra ricavi e costi di competenza dell'esercizio relativi alle diverse gestioni aziendali: "caratteristica", di "investimento", "accessoria e finanziaria". È un risultato fondato sul "*principio della competenza economica*";
- **flusso di cassa**, il quale è ottenuto sommando algebricamente le entrate e le uscite monetarie che si verificano durante l'esercizio. Come per il risultato economico, è possibile distinguere risultati finanziari afferenti alle diverse aree aziendali. Il principio in base al quale viene determinato è il "*principio di cassa*", secondo cui costituiscono flussi di cassa le entrate e le uscite monetarie relative a ricavi e costi di competenza di esercizio precedenti e anche successivi, ma la cui manifestazione numeraria/monetaria è avvenuta nell'esercizio in corso.

Lo studio della dinamica finanziaria d'impresa necessita in primo luogo dell'aggregazione dei flussi di cassa per "aree di attività" o "aree gestionali", al fine di ottenere un prospetto che sia contemporaneamente sintetico, ma che allo stesso tempo assolva alla funzione comunicativa e conoscitiva della dinamica finanziaria. A tal fine, è opportuno enucleare tre attività o aree gestionali a cui vengono associate altrettante categorie di flussi di cassa. Il prospetto di seguito indicato confronta le aree gestionali con i rispettivi flussi di cassa di pertinenza:

Aree gestionali	Flusso di cassa (nomenclatura)
1) Gestione operativa corrente (include gestione fiscale)	Cash Flow from Operation (CFO)
2) Gestione degli Investimenti	Cash Flow from Investing (CFI)
3) Gestione Finanziaria	Cash Flow from Financing (CFF)

Nello schema proposto da Dallocchio e Salvi (2021), il flusso di cassa fiscale viene incluso nel *Cash Flow from Operation* (CFO), in quanto si preferisce non procedere

¹⁴ Per ulteriori approfondimenti, si suggerisce la lettura del libro: Dallocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda* - IV edizione, EGEA, Milano, 2021.

all'attribuzione del carico fiscale gravante su ciascuna area gestionale. Al processo formale corretto che vede attribuire le imposte di pertinenza tra le varie gestioni, si contrappone infatti la difficoltà materiale della ripartizione delle imposte tra le varie gestioni. Pertanto, nella redazione del prospetto dei flussi di cassa per area gestionale si è soliti attribuire l'intero ammontare delle imposte alla “gestione operativa corrente”).

Di seguito viene presentato lo schema della dinamica finanziaria diffuso nella prassi in cui il flusso di cassa di periodo è ottenuto dalla somma algebrica dei flussi di cassa delle differenti aree gestionali e che si conclude con la variazione delle disponibilità liquide:

$$\begin{aligned} & \text{Flusso di cassa dell'attività caratteristica (CFO)} \\ & \pm \text{Flusso di cassa dell'attività di investimento (CFI)} \\ & = \mathbf{\text{Flusso di cassa operativo (FCFO)}} \\ & \pm \text{Flusso di cassa dell'attività accessoria (eventuale)} \\ & \pm \text{Flusso di cassa della gestione dei finanziamenti (CFF)} \\ & = \mathbf{\text{Cash Flow di periodo (\Delta Disponibilità liquide)}} \end{aligned}$$

FLUSSO DI CASSA DELL'ATTIVITÀ CARATTERISTICA/CORRENTE (CFO)

I flussi di cassa dell'attività caratteristica o corrente (*Cash Flow from Operation*, CFO) derivano dal ciclo di acquisto-trasformazione-vendita. La relazione sintetica per la determinazione del CFO è la seguente:

$$\text{CFO} = \text{EBITDA} - \text{Imposte d'Esercizio} - \Delta \text{CCNC}$$

L'EBITDA può essere logicamente determinato secondo due metodi: “diretto” e “indiretto”. Il metodo diretto “parte dall’alto” (*top down*) del conto economico e considera tutti i ricavi e i costi monetari di pertinenza della gestione operativa corrente, mentre il metodo indiretto parte dal “basso” (*bottom up*), ovvero dal risultato d'esercizio (o di periodo, il cd. *net income – utile netto*) opportunamente rettificato per escludere tutti i flussi reddituali non monetari o monetari non pertinenti alla gestione caratteristica, quali plusvalenze nette da gestione non corrente, redditi da *surplus asset*, ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e degli intangibili a vita definita, oneri finanziari.

Dall'EBITDA vengono sottratte le imposte d'esercizio e la variazione di CCNC per giungere alla configurazione di flusso di cassa della gestione operativa corrente. L'importanza di giungere in un primo momento al flusso di EBITDA trova fondamento nel fatto che l'EBITDA costituisce un **flusso monetario potenziale** generato dal ciclo di acquisto-trasformazione-vendita, in quanto comprende ricavi e costi monetari che trovano manifestazione nel flusso di cassa dell'esercizio in corso o negli esercizi futuri.

Al termine dell'esercizio di riferimento, la quota di ricavi e costi rilevanti in conto economico che non si traduce in flussi di cassa alimenta le corrispondenti poste di CCNC. Dal punto di vista reddituale, il ciclo acquisto-trasformazione-vendita genera ricavi e costi monetari “correnti” che trovano sintesi nel flusso di EBITDA, mentre sotto il profilo finanziario di norma genera incrementi o riduzioni del CCNC.

Più in generale, vale la semplice regola alla base della relazione tra flussi reddituali di conto economico e poste di stato patrimoniale: un incremento di attività genera un assorbimento di risorse finanziarie e viceversa, mentre un aumento di passività libera liquidità, e viceversa.

Per esempio, un aumento dei crediti verso clienti indica che l'impresa ha incassato nell'esercizio solo parte delle vendite con conseguente minore flusso di cassa in entrata rispetto alle vendite rilevate in conto economico. Al contrario, un aumento dei debiti di fornitura indica che una parte degli acquisti non viene pagata nell'esercizio, per cui maggiori disponibilità liquide resteranno in azienda.

È possibile affermare che si produce un “impiego” di risorse finanziarie se $\Delta CCNC > 0$.

Questo scenario implica, a parità di EBITDA e di imposte di esercizio, la seguente relazione:

$$\Delta CCNC > 0 \rightarrow EBITDA > CFO$$

Specularmente si produce una “fonte” di risorse finanziarie qualora accada l'inverso. In questo caso, la relazione precedente risulta invertita:

$$\Delta CCNC < 0 \rightarrow EBITDA < CFO$$

Con riferimento alla relazione tra EBITDA e CFO è opportuno fare ulteriori riflessioni. Una persistente difformità di valori tra CFO ed EBITDA (a parità di imposte d'esercizio) può suggerire che l'azienda non sia in grado di incassare tutti i redditi prodotti, ovvero che parte di tali redditi siano “fittizi” oppure che le controparti (clienti) non siano liquidi. Una politica commerciale eccessivamente aggressiva può portare infatti a un incremento di crediti deteriorabili.

Gli analisti finanziari considerano spesso il flusso di EBITDA come una proxy del flusso di cassa della gestione caratteristica (prescindendo dalle imposte), non tenendo conto – ancorché ne siano naturalmente perfettamente consapevoli – del ruolo che gioca il capitale circolante netto commerciale. Far coincidere l'EBITDA con il CFO non è del tutto privo di fondamento se l'impresa non è in forte crescita. In questi casi, infatti, l'EBITDA tende ad approssimare il CFO, in quanto gli investimenti in capitale circolante sono contenuti, ovvero si osservano variazioni minime del capitale circolante netto commerciale nel corso del tempo. Di contro, se l'impresa è in forte crescita l'EBITDA ignora l'espansione del CCNC. Due imprese identiche appartenenti allo stesso settore ma in stadi differenti del ciclo di vita potrebbero presentare il medesimo EBITDA ma CFO diversi proprio per il fatto che si trovano ad attraversare uno stadio diverso del ciclo di vita. Un'impresa matura assorbe cassa in misura contenuta e presenta un CFO prossimo all'EBITDA, mentre un'impresa in crescita assorbe cassa per via dell'espansione del capitale circolante netto commerciale e presenta un CFO inferiore all'EBITDA (fino ad assumere valori netti negativi).

Un CFO negativo deve trovare risposta a uno dei seguenti interrogativi:

1. è negativo perché l'impresa sta crescendo e quindi necessita di finanziare il capitale circolante netto commerciale, ma ancora registra flussi di EBITDA non espressivi di una condizione di equilibrio?
2. È negativo perché gli investimenti effettuati non generano tassi di redditività superiori al costo del capitale e quindi distruggono valore per gli azionisti?
3. È negativo perché l'azienda si caratterizza per una politica di gestione del CCN poco efficiente?

Un ulteriore aspetto in grado di determinare scostamenti rilevanti tra flussi di EBITDA e CFO è dato dalla lunghezza del ciclo acquisto-trasformazione-vendita. Le imprese che operano per commessa, per esempio, presentano un ciclo del circolante piuttosto lungo, poiché le commesse richiedono a volte il trascorrere di più esercizi amministrativi, mentre l'approvvigionamento di materie prime e semilavorati avviene di norma nel breve termine. L'effetto che ne deriva è che l'impiego di risorse finanziarie per l'acquisto di materie prime e per lo sviluppo del prodotto non è bilanciato dall'incasso dei crediti (a meno di anticipi cospicui versati dai clienti) o dall'allungamento delle dilazioni di pagamento verso i fornitori. In tal caso, il CFO risulta inferiore all'EBITDA non tanto per effetto della crescita, quanto per il modello di business che richiede un ammontare rilevante di investimenti in capitale circolante commerciale. Diversamente, un'azienda che opera nella grande distribuzione si caratterizza per un ciclo acquisto-trasformazione-vendita contenuto, sicché in questi casi il CFO tende a essere superiore all'EBITDA.

FLUSSO DI CASSA DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I flussi di cassa della gestione degli investimenti (*Cash Flow from Investing*, CFI) sono flussi di cassa derivanti dall'attività di investimento in immobilizzazioni operative. Poiché però le aziende possono avere necessità di effettuare investimenti sia in capitale fisso operativo che in attività accessorie, i CFI possono, eventualmente (ma non è frequente nella prassi), essere suddivisi in due sub-categorie:

- ✓ *Cash Flow from Investing* relative ad attività immobilizzate di natura operativa (anche definiti Capex, Capital Expenditure);
- ✓ *Cash Flow from Investing* relative ad attività di natura accessoria.

FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (FCFO)

Questa distinzione consente a sua volta di ottenere il flusso di cassa della gestione operativa (*Free Cash Flow from Operations*, FCFO, ossia il flusso di cassa generato dal Capitale Investito Netto Operativo (CINO), come differenza tra il *Cash Flow from Operation* e il *Cash Flow from Investing* nelle sole attività operative immobilizzate:

$$\text{FCFO} = \text{CFO} - \text{CFI}$$

I CFI da attività operative comprendono investimenti di mantenimento o di rimpiazzo della capacità reddituale in essere e investimenti di sviluppo, ossia investimenti volti ad aumentare la capacità di generare reddito nel tempo. Se i *capex* sono superiori agli ammortamenti, nell'ipotesi che questi riflettano il reale consumo dei cespiti,

l'impresa sta effettuando investimenti di espansione della propria capacità produttiva e distributiva.

L'analisi della composizione degli investimenti è un efficace strumento per identificare le strategie di lungo periodo dell'impresa. Ai fini della determinazione dei CFI da attività operative è opportuno determinare i *capex* netti di periodo, intesi come investimenti in immobilizzazioni materiali al netto degli eventuali disinvestimenti.

Può essere utile rammentare come ottenere il valore delle immobilizzazioni materiali finali (qui ipotizzate esclusivamente in attività operative):

$$\text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_t = \text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_{t-1} - \text{Ammortamenti}_t + \text{Capex}_t - \text{Disinvestimento (a valori contabili)}_t$$

Se nel corso dell'esercizio l'impresa non ha effettuato alcuna cessione di immobilizzazioni, i *capex* al termine periodo t saranno dati dalla seguente relazione:

$$\text{Capex}_t = \text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_t - \text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_{t-1} + \text{Ammortamenti}_t$$

Se nel corso dell'esercizio sono stati dismessi alcuni cespiti, per la determinazione dei *capex* netti è opportuno considerare due scenari in relazione al fatto che l'operazione abbia, o meno, generato una plus/minusvalenza. Come noto, il prezzo di vendita delle immobilizzazioni non necessariamente coincide con il valore netto contabile dell'immobile ceduto. In tal caso, la dismissione dà origine a una plus o minusvalenza. Per ricostruire la dinamica monetaria della cessione, poiché il prezzo di vendita non è indicato nei prospetti di bilancio, è necessario ricostruirlo, aumentando o diminuendo il valore netto contabile ceduto rispettivamente della plus o minusvalenza iscritta in Conto Economico.

In sintesi:

- Se il prezzo di vendita = valore netto contabile si avrà:

$$\text{Capex}_t = (\text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_t - \text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_{t-1}) + \text{Ammortamenti}_t$$

- Se il prezzo di vendita > valore netto contabile si avrà:

$$\text{Capex}_t = (\text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_t - \text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_{t-1}) + \text{Ammortamenti}_t - \text{Plusvalenza}_t$$

- Se il prezzo di vendita < valore netto contabile si avrà:

$$\text{Capex}_t = (\text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_t - \text{Immobilizzazioni Materiali Nette}_{t-1}) + \text{Ammortamenti}_t + \text{Minusvalenza}_t$$

Se il saldo netto tra i CFO e i CFI è costantemente negativo nel corso degli anni ($\text{CFO} + \text{CFI} < 0$), ciò implica che l'azienda sta finanziando i propri progetti d'investimento mediante fonti di finanziamento esterne. Essa può in tali casi rivolgersi alle banche accendendo nuovi debiti finanziari, può emettere obbligazioni sul mercato oppure può ricorrere ad aumenti di capitale sociale a pagamento. Una tale politica non

è però sostenibile nel lungo periodo. Se ripetuta nel tempo, potrebbe compromettere l'equilibrio finanziario e il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità.

Si precisa che secondo il Principio contabile n. 10 il flusso finanziario derivante dal corrispettivo pagato/incassato per l'acquisizione e la cessione di un ramo d'azienda dovrebbe essere presentato distintamente nell'attività di investimento al netto delle disponibilità liquide acquisite o dismesse come parte dell'operazione.

FLUSSO DI CASSA DELL'ATTIVITÀ ACCESSORIA (EVENTUALE)

Con riferimento agli eventuali *Cash Flow from Investing* relativi alle attività di natura accessoria, se queste ultime sono rappresentate, per esempio, da fabbricati civili che vengono ammortizzati, gli investimenti netti verranno determinati sulla base delle relazioni precedenti utilizzate per i *Capex* netti. Il CFI a esse collegate comprende tutti i redditi generati dalle attività accessorie, come per esempio i dividendi incassati da partecipazioni. Se tra tali immobilizzazioni figurano partecipazioni o titoli (non inclusi nelle disponibilità liquide e mezzi equivalenti per la determinazione della posizione finanziaria netta), i flussi di cassa generati dall'area accessoria nell'esercizio t saranno ricavati mediante la seguente relazione:

$$\text{CFI (attività accessorie)} = (\text{Investimenti netti in attività accessorie}_t + \text{Entrate/Uscite correlate}_t)$$

Lo schema seguente riassume le principali componenti dei *Cash flow from investing*:

- ± Capex (o investimenti) netti
- ± Acquisizione di rami d'azienda (al netto delle cessioni)¹⁵
- ± Proventi/Costi da attività accessorie
- ± Investimenti netti in attività accessorie
- = Cash Flow from Investing (CFI)

Appare utile sottolineare che il segno positivo davanti ai *Capex* (come agli investimenti in attività accessorie) va inteso naturalmente in senso algebrico. Ciò significa che il flusso sarà negativo se prevranno gli investimenti e positivo se saranno i disinvestimenti a prevalere.

FLUSSO DI CASSA DELL'ATTIVITÀ FINANZIARIA

I flussi di cassa della gestione dei finanziamenti (*Cash flow from Financing*, CFF) rappresentano gli scambi monetari tra le società e i prestatori di fondi. Rientrano pertanto in tale categoria sia le operazioni relative ai finanziamenti a titolo di debito (un mutuo da una banca origina un afflusso di risorse finanziarie) sia le operazioni relative ai prestatori di capitale proprio (una distribuzione di dividendi costituisce un deflusso

¹⁵ L'OIC 40 dispone che il flusso finanziario derivante dal corrispettivo pagato/incassato per l'acquisizione/cessione di un ramo di azienda sia presentato distintamente nell'attività di investimento, al netto della disponibilità liquide acquisite o dismesse come parte dell'operazione.

finanziario, al contrario di un aumento di capitale). Le principali componenti del CFF sono:

- Oneri finanziari
- $\pm \Delta$ Fondo TFR
- $\pm \Delta$ Debiti Finanziari
- + Vendita di Azioni Proprie
- Acquisto di Azioni Proprie
- Dividendi pagati
- + Aumento di Capitale a Pagamento
- = **Cash Flow from Financing (CFF)**

8. La Break-Even Analysis

8.1. I grafici di redditività

L'andamento dei costi e dei ricavi costituisce uno dei principali strumenti a supporto delle decisioni aziendali. Da un punto di vista operativo riveste particolare importanza l'analisi dell'andamento dei costi e dei ricavi in funzione dei volumi di vendita. Questa analisi prende il nome di *analisi del punto di pareggio o break-even analysis*. Consideriamo un piano cartesiano (sul quale riportiamo sulle ascisse le quantità vendute di un prodotto e sulle ordinate i costi ed i ricavi di vendita) e rappresentiamo le seguenti funzioni:

Costi fissi	$C = Cf$
Costi variabili	$C = Cv_u * Q$
Ricavi	$R = Ru * Q$

Dove:

Cf	= Costi fissi
Cv_u	= Costo variabile unitario
Ru	= Ricavo unitario = prezzo di vendita unitario
Q	= Quantità vendute

La figura che segue (v. Fig. 19) evidenzia come le rette dei costi totali e dei ricavi totali si intersecano in un punto particolarmente importante per quanto concerne l'analisi dei risultati economici: il cosiddetto punto di pareggio o *break-even point*. Il punto di pareggio evidenzia il volume di vendite QBEP in corrispondenza del quale i ricavi di vendita egualano i costi totali sostenuti per la produzione dei prodotti venduti. Per volumi di vendite inferiori al punto di pareggio l'azienda si trova in un'area di perdita (i ricavi non sono sufficienti a coprire i costi totali sostenuti). Per volumi di vendite superiori al punto di pareggio l'azienda si trova in un'area di utile.

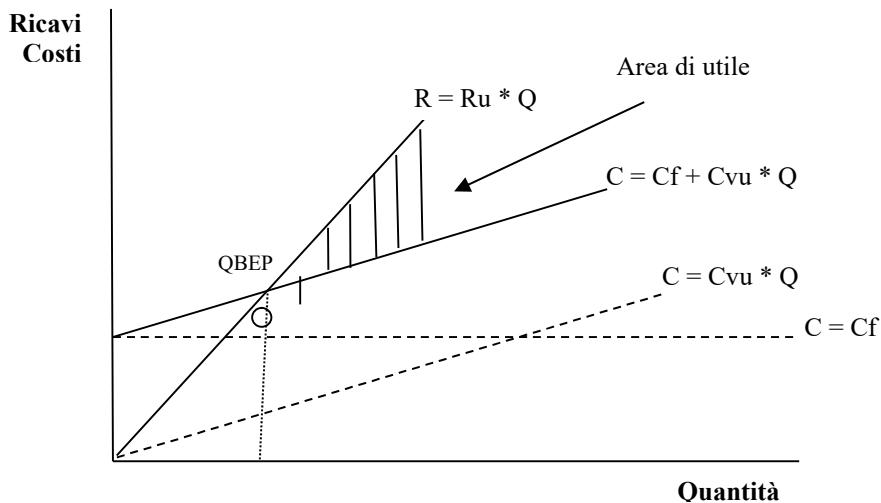


Figura 21. Concettualizzazione grafica del BEP

Dall'intersezione delle curve dei costi e dei ricavi totali risulta:

$$1) \text{QBEП} = \text{Cf} / (\text{Ru} - \text{Cvу})$$

Dal momento che la differenza ($\text{Ru} - \text{Cvу}$) rappresenta il margine di contribuzione unitario la 1) può essere rappresentata dalla relazione:

$$\text{QBEП} = \text{Cf} / \text{MDCu}$$

Dall'analisi rappresentata nella figura che segue (v. Fig. 20) si vede come il margine di contribuzione cresce proporzionalmente ai volumi di vendita. In corrispondenza del punto di pareggio il margine riesce a coprire tutti i costi fissi. Per volumi superiori consente di entrare nell'area di utile, generando profitto.

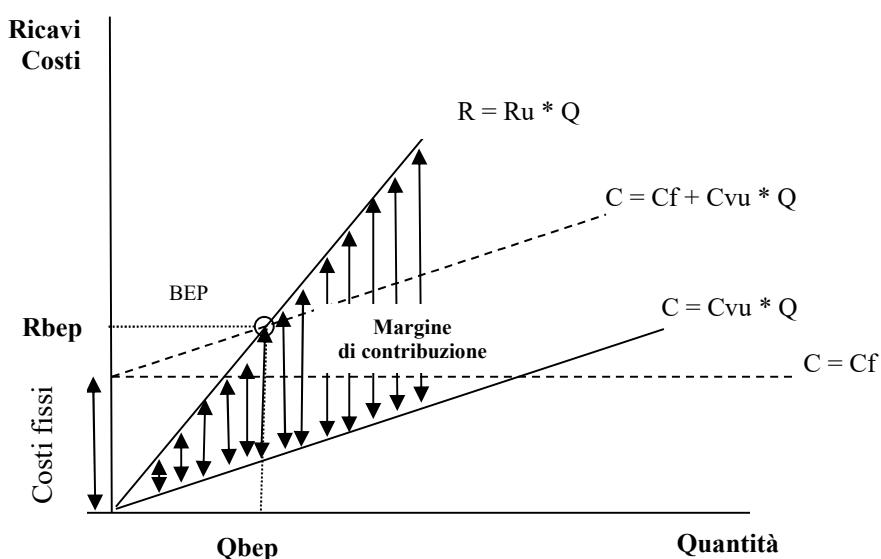


Figura 22. Concettualizzazione grafica del margine di contribuzione

8.2. I grafici di redditività applicati all'analisi di bilancio

L'analisi del punto di pareggio può essere applicata al bilancio, nell'ipotesi in cui l'analista, partendo dal conto economico, sia in grado di discriminare i costi fissi da quelli variabili. Ne discende che l'accuratezza dell'analisi del punto di equilibrio che si ottiene a partire dalle informazioni esposte a bilancio è correlata alla corretta ripartizione dei costi operativi in fissi e variabili.

L'analisi può essere sviluppata rappresentando graficamente la funzione lineare:

$$RO = f(\text{Ricavi}),$$

che esprime l'andamento del risultato operativo al variare del fatturato (v. Fig. 21).

Dal momento che il risultato operativo è dato da:

$$\text{Risultato Operativo} = RO = \text{Ricavi} - (\text{Costi fissi} + \text{Costi variabili})$$

la retta può essere tracciata facilmente individuando:

- Il punto A, rappresentativo della situazione limite in cui $\text{Ricavi} = 0 \rightarrow \text{Costi variabili} = 0 \rightarrow \text{Risultato operativo} = -(\text{Costi Fissi})$;
- Il punto C, che rappresenta la posizione corrispondente alla situazione di bilancio (le coordinate sono date dal risultato operativo e dal fatturato, così come esposti a bilancio).

L'intersezione della retta con l'asse delle ascisse ($RO = 0$) consente di individuare il punto B, corrispondente al punto di pareggio, la cui intercetta è costituita dalla incognita (il ricavo di vendita a pareggio RBEP). Si ha:

$$RBEP = \text{Costi fissi totali} / MDC\%$$

dove, “ $MDC\% = 1 - (CVariabili / RBilancio)$ ” è il margine di contribuzione in percentuale.

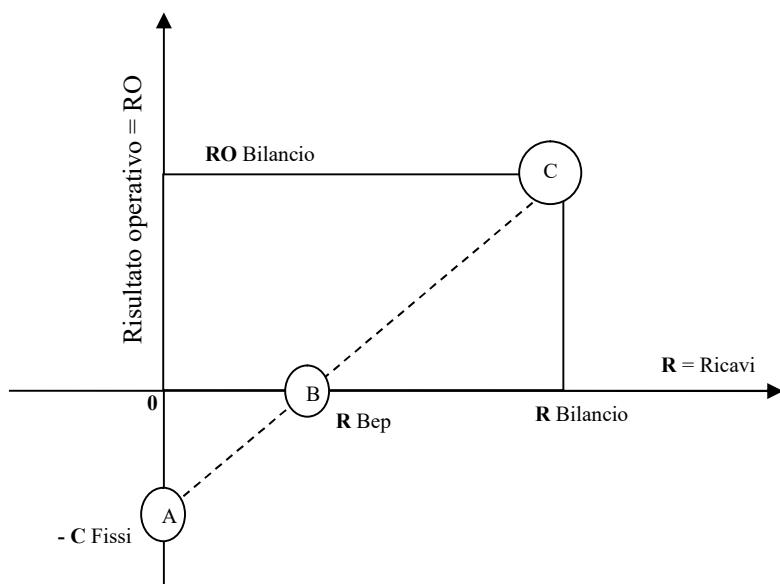


Figura 23. Concettualizzazione grafica relazione: reddito operativo, fatturato

8.3. La leva operativa

Le curve di redditività ci consentono di analizzare la variazione del risultato economico al variare del volume di vendita. La figura che segue (v. Fig. 22) consente di rappresentare il risultato economico che si ottiene passando da un volume di vendite Q_A ad un volume Q_B :

«La leva operativa evidenzia l'effetto della variazione del volume di vendita sul risultato economico».

Affermare che un prodotto è caratterizzato da una leva operativa pari a 15 significa che, fronte di un aumento del 10% delle vendite, si otterrà un incremento del risultato economico pari al 150%.

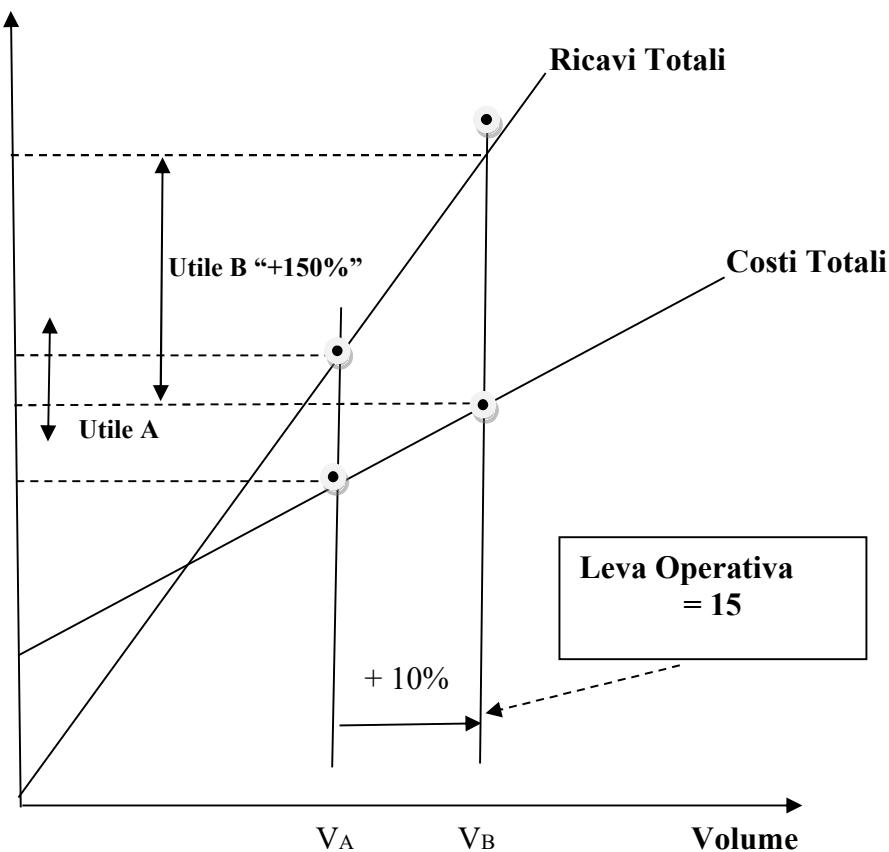


Figura 24. Concettualizzazione grafica della leva operativa

L'effetto leva non è dovuto ai costi variabili (i costi variabili sono infatti proporzionali al volume di produzione e, come tali, danno origine ad una leva operativa pari all'unità).

L'effetto leva deriva dai costi fissi e dalla loro incidenza a livello unitario: con maggiori volumi di produzione i costi fissi unitari diminuiscono progressivamente la loro incidenza sul costo del prodotto, liberando significativi margini a favore del risultato economico (in pratica un'azienda che ha molti costi fissi è più soggetta all'effetto delle variazioni dei volumi di vendita rispetto ad una azienda che presenta una struttura dei costi meno rigida). Tanto maggiore è l'incidenza dei costi fissi, tanto maggiore è l'effetto leva. La leva operativa (in corrispondenza di un certo volume di vendite) è data dalla relazione:

$$\text{Leva operativa} = \text{Margine contribuzione totale} / \text{Risultato operativo}$$

Il concetto di leva operativa può essere applicato all'analisi di bilancio:

- Evidenziando gli effetti reddituali a fronte di un aumento (o una diminuzione) del fatturato;

- Analizzando la struttura di costo dell'azienda, evidenziandone la rigidità (elevata incidenza dei costi fissi), piuttosto che la flessibilità (alta incidenza dei costi variabili).

La tabella seguente (v. Tab. 2) mette a confronto tre aziende con una diversa struttura operativa (a parità di fatturato e risultato operativo).

Tabella 2. Confronto tra aziende con diversa struttura operativa

	Azienda A	Azienda B	Azienda C
Ricavi	2000	2000	2000
Costi variabili totali	600	800	1000
MDC	1400	1200	1000
Costi fissi totali	1000	800	600
Risultato operativo	400	400	400
Leva operativa	3,5	3	2,5

L'azienda A, caratterizzata dalla struttura operativa più rigida (maggiori costi fissi), presenta la migliore leva operativa (leva = 3,5). Ciò significa, ad esempio, che a fronte di un aumento del 10% dei ricavi, il risultato operativo aumenterà del 35%. Per contro, a fronte di una diminuzione del fatturato, l'azienda con migliore leva operativa risulterà penalizzata, in quanto appesantita dalla maggiore incidenza dei costi fissi (v. Fig. 23).

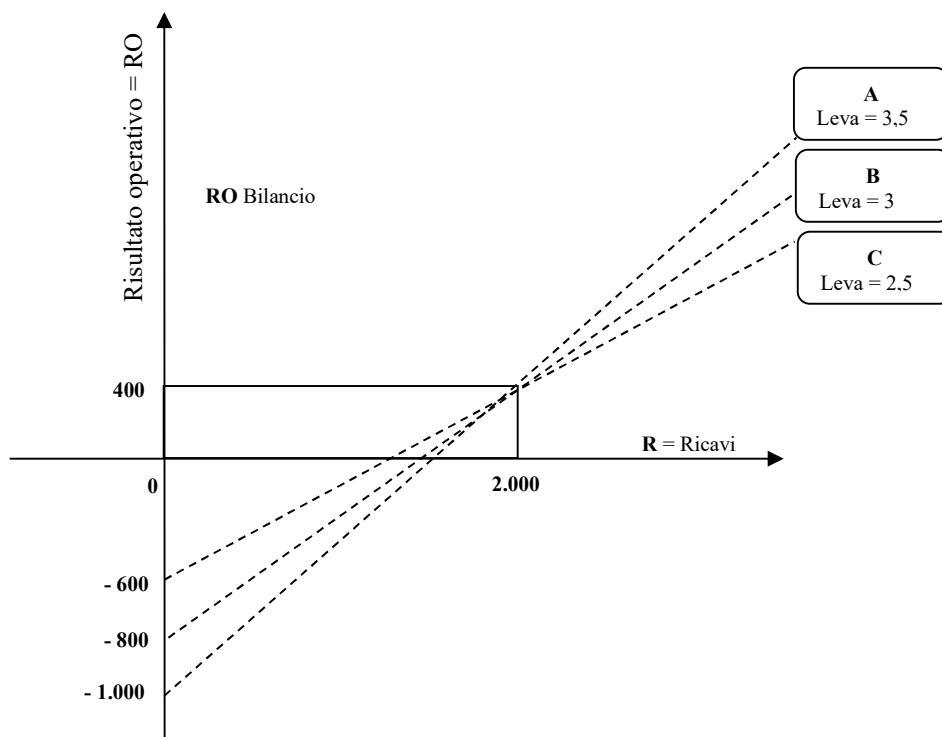


Figura 25. Concettualizzazione grafica della leva operativa. Es. confronto tra aziende