

Prima parte – CHIARA B.**LA RICCHEZZA. COS'È. COME SI PRODUCE. COME SI MISURA
- RUSSO PAOLO -****CAPITOLO 4.6 – I rami di gestione diversi dalla gestione tipica.****Le operazioni estranee alla gestione**

Le attività di gestione tipica rappresentano solo una parte delle attività ed operazioni aziendali, esistendo appunto altri tipi di gestione quali:

1. Gestione patrimoniale;
2. Gestione finanziaria;
3. Gestione tributaria;

→ oltre a queste, ci sono le (4.) operazioni estranee alla gestione, che l'impresa compie con i soci:

- Aumenti e riduzioni di capitale a pagamento;
- Distribuzioni di dividendi;

1. Attività di gestione patrimoniale

Gestiscono le eccedenze di liquidità prevalentemente generate dal ciclo finanziario (incassi e pagamenti) della gestione tipica; si parla di eccedenze per indicare quella liquidità che appunto eccede i fabbisogni finanziari della gestione tipica (e quindi che non può essere convenientemente impiegata nella gestione tipica). Dette eccedenze possono avere due origini:

- *Eccedenze di liquidità associate al ciclo di incassi e pagamenti della gestione tipica*: la gestione tipica prevede che gli incassi da clienti precedano i pagamenti a fornitori e così facendo si crea l'opportunità di impiego temporaneo di dette risorse già disponibili ottenute dai clienti prima di procedere al pagamento dei fornitori. È quello che succede ad es. al supermercato che riceve la merce la vende immediatamente, ma provvederà ad un pagamento dilazionato dei propri debiti e che quindi potrebbe diversamente impiegare in modo efficace la liquidità temporanea. L'impiego di questa liquidità rientra tra le attività di gestione patrimoniale;
- *Eccedenze di liquidità associate a circostanze diverse dal ciclo di incassi e pagamenti della gestione tipica*: è il caso dell'azienda che:
 - Abbia prodotto rilevanti risultati dalle attività gestionali;
 - Ha rinunciato ad investire eccedenze liquide per migliorare il business che le ha generate;
 - Ha rinunciato ad investire eccedenze liquide per sviluppare altri business;
 - Ha rinunciato a distribuire tali eccedenze liquide agli azionisti (che normalmente genera elevati oneri fiscali);
 - Ha disinvestito da uno o più business ottenendo risorse liquide in contropartita;
 - Ha contratto nuovi indebitamenti per avviare/potenziare attività di gestione patrimoniale;

- Ha ricevuto capitale eccessivo dagli azionisti rispetto al suo fabbisogno, perché i fabbisogni di capitale risultano sovrastimati dai soci o perché ci siano significativi ritardi temporali dal versamento di capitali dei soci per finanziare i nuovi progetti all'attuazione degli investimenti;

Dalla diversa origine delle eccedenze derivano:

- *Diverso significato del risultato della gestione patrimoniale:*
 - se le eccedenze derivano dal ciclo finanziario (incassi/pagamenti) della gestione tipica il risultato economico della gestione patrimoniale è in parte integrato con quello della gestione tipica; se infatti la gestione tipica avesse un ciclo finanziario non positivo, la gestione patrimoniale delle eccedenze derivanti dal ciclo finanziario sarebbe inesistente;
 - se le eccedenze derivano dai risultati economici della gestione tipica o da operazioni di disinvestimento o di raccolta finanziaria, il risultato della gestione patrimoniale può considerarsi relativamente autonomo e si riconduce principalmente:
 - alla decisione degli azionisti di non distribuire dividendi;
 - alle risorse prodotti tramite disinvestimenti;
 - a operazioni d'indebitamento per avviare/sviluppare gestione patrimoniale;
 - impiego temporaneo di risorse raccolte dai soci momentaneamente non usate;
- *Diverso ruolo del risultato della gestione patrimoniale:* nel caso di eccedenze derivanti dal ciclo finanziario della gestione tipica, la gestione tipica è la fonte di dette eccedenze mentre la gestione patrimoniale è responsabile del risultato ottenuto dalle eccedenze. Quindi il risultato della gestione patrimoniale è riconducibile:
 - alla gestione tipica per quella parte di rendimento ottenuta da un impiego di liquidità standard, a basso rischio;
 - alla gestione patrimoniale per quella parte di rendimento che identifica lo scostamento (positivo o negativo) rispetto al risultato standard (al punto precedente) ottenuto da operazioni con rendimento diverso dallo standard;

2. Attività di gestione finanziaria

Ha come obiettivo la copertura del fabbisogno finanziario (prevalentemente generato dal ciclo finanziario della gestione tipica) a condizioni convenienti; viene qui definito "fabbisogno finanziario della gestione tipica" la successione d'incassi e pagamenti di detta gestione, che generano un fabbisogno di liquidità nella condizione in cui i pagamenti risultino anticipati rispetto agli incassi. Detto fabbisogno può avere due origini:

- *Fabbisogno finanziario associato al ciclo d'incassi e pagamenti della gestione tipica:* in questo caso, la gestione tipica prevede i pagamenti dei debiti prima degli incassi e questa configurazione genera la necessità di raccogliere temporaneamente risorse finanziarie (normalmente attraverso il canale bancario) volte alla copertura dei debiti verso fornitori, restituite (unitamente agli interessi dovuti) a seguito degli incassi;
- *Fabbisogno finanziario associato a circostanze diverse dal ciclo di incassi e pagamenti della gestione tipica:* è il caso dell'azienda che:
 - Ha prodotto risultati economici negativi attraverso attività gestionali;
 - Ha investito risorse liquide per lo sviluppo del business;

- Ha investito risorse liquide eccedenti rispetto al risultato della gestione tipica;
- Ha ereditato debiti pregressi;

Dalla diversa origine del fabbisogno derivano:

- *Diverso significato del risultato della gestione finanziaria:*
 - se il fabbisogno deriva dal ciclo finanziario (incassi/pagamenti) della gestione tipica il costo della gestione finanziaria è parzialmente integrato con quello della gestione tipica e questo perché se la gestione tipica non avesse un ciclo finanziario negativo la gestione finanziaria per la copertura di detto fabbisogno non ci sarebbe;
 - se il fabbisogno deriva dai risultati economici della gestione tipica o da operazioni di investimento in altri business della gestione tipica o in gestione patrimoniale o da debiti pregressi, il risultato della gestione finanziaria può considerarsi relativamente autonomo e si riconduce principalmente non al ciclo finanziario della gestione tipica ma:
 - alle perdite pregresse e alla decisione degli azionisti di non coprire dette perdite;
 - alle risorse assorbite da investimenti in altri business di gestione tipica o in gestione patrimoniale;
 - a debiti pregressi estranei al ciclo finanziario della gestione tipica;
- *Diverso ruolo del risultato della gestione finanziaria:* dato che la gestione finanziaria è orientata alla copertura del fabbisogno generato dal ciclo finanziario della gestione tipica, il risultato di detta gestione finanziaria è parzialmente riconducibile alla gestione tipica: la gestione tipica è origine del fabbisogno finanziario, la gestione responsabile è responsabile del costo sostenuto per coprire detto fabbisogno. Quindi il risultato della gestione finanziaria è riconducibile:
 - Alla gestione tipica per la parte di costo standard, derivante dall'uso di strumenti di copertura del debito di costo standard;
 - Alla gestione finanziaria per la parte che identifichi lo scostamento (positivo o negativo) da detto costo standard e imputabile all'adozione di tecniche di finanziamento diverse;

Ci sono casi in cui il fabbisogno finanziario derivante dal ciclo finanziario della gestione tipica è coperto da eccedenze di liquidità derivanti da cause diverse del ciclo finanziario della gestione tipica. In questo caso il risultato della gestione finanziaria è riconducibile:

 - Alla gestione tipica per la parte di costo standard, derivante dall'uso di strumenti di copertura del debito di costo standard;
 - Alla gestione patrimoniale per la parte che scaturisce dalla compensazione del fabbisogno finanziario (derivante dal ciclo finanziario della gestione tipica) con le eccedenze di liquidità (derivanti da cause diverse del ciclo finanziario della gestione tipica);

3. Attività di gestione tributaria

Hanno l'obiettivo di determinare le imposte sul reddito ed assimilate e l'adozione di soluzioni ammesse dalla legge per assicurare riduzione e differimento del carico fiscale dove possibile; è una gestione che si sostanzia in oneri a titolo d'imposte che gravano sul reddito e pagamenti allo Stato attraverso i quali detti oneri vengono versati all'erario. Più dettagliatamente:

- gli oneri possono essere riferiti ai singoli rami di gestione che li generano (tenendo conto di un diverso livello di tassazione e deduzione associato alla singola attività);

- le soluzioni di riduzione e contenimento del carico fiscale prevedono spesso una serie di presupposti gestionali come la localizzazione in determinati luoghi o l'effettuazione di certi investimenti;

In considerazione di questi punti, la migliore gestione presupporrebbe la valutazione delle scelte di politica fiscale integrata con le scelte di singola area di gestione (cosa che nella pratica aziendale non spesso accade).

4. Operazioni estranee alla gestione

Sono considerate operazioni di gestione dell'attività quelle che hanno come controparti soggetti diversi dai soci; le operazioni invece aventi come controparte i soci sono operazioni estranee alla gestione: sono disposte dall'assemblea soci e riguardano:

- aumenti/riduzioni di capitale a pagamento, dove per riduzione s'intende l'acquisto di azioni proprie attraverso il quale la società acquistando azioni proprie dagli azionisti restituisce a questi parte del capitale;
- distribuzioni di dividendi;
- assegnazione ai soci o alla società di utilità volte a produrre oneri rispettivamente sulla società o sui soci;

LA GESTIONE E LE ALTRE OPERAZIONI. I CRITERI DI ANALISI		
	OPERAZIONI DI GESTIONE	
	GESTIONE CORRENTE	GESTIONE NON CORRENTE
GESTIONE TIPICA	OPERAZIONI DI ACQUISTO, PRODUZIONE, COMMERCIALIZZAZIONE, RICERCA	INVESTIMENTO/ DISINVESTIMENTO IN/DA BENI IMPIEGATI NELLA GESTIONE TIPICA
GESTIONE PATRIMONIALE	OPERAZIONI VARIE (quali affitto di beni immobili e relativa manutenzione ordinaria, compravendita di titoli quotati, impiego di eccedenze di liquidità)	INVESTIMENTO/ DISINVEST. IN/DA BENI IMPIEGATI NELLA GESTIONE PATRIMONIALE
GESTIONE FINANZIARIA	SOSTENIMENTO DI ONERI FINANZIARI	ACCENSIONI O RINEGOZIAZIONI DI DEBITI A MEDIO-LUNGO TERMINE
GESTIONE TRIBUTARIA	DETERMINAZIONE DEI TRIBUTI RELATIVI ALLA GESTIONE CORRENTE	DETERMINAZ. DEI TRIBUTI REL. ALLA GESTIONE NON CORRENTE
	OPERAZIONI ESTRANEE ALLA GESTIONE	
	OPERAZIONI CORRENTI	OPERAZIONI NON CORRENTI
OPERAZIONI SUL PATRIMONIO NETTO	DISTRIBUZIONE DI DIVIDENDI	AUMENTO DI PATRIMONIO NETTO A PAGAMENTO (CAPITALE SOCIALE O RISERVE) ACQUISTO O VENDITA DI AZIONI PROPRIE

In sede di analisi della gestione però, oltre che la differenza tra operazioni riconducibili a rami di gestione ed estranee alla gestione risulta rilevante la differenza tra:

- *gestione corrente*: operazioni ripetitive e comunque di competenza di un solo esercizio;
- *gestione non corrente*: operazioni di competenza di più esercizi, che non si concludono nell'esercizio nel quale sono state avviate;

Questa distinzione è trasversale rispetto a quella in rami di gestione ed operazioni estranee; è particolarmente importante però rilevare che:

- *le operazioni di gestione tipica corrente* sono il principale riferimento per le valutazioni delle performance d'azienda;
- *le operazioni di gestione tipica non corrente* comprendono le attività di set-up finalizzate al rinnovamento delle attività di gestione tipica corrente;

CAPITOLO 5.7 – Lo stato patrimoniale riclassificato

Lo stato patrimoniale (civilistico) è uno schema poco efficace per la comprensione della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa perché espone le poste rettificative dell'attivo insieme ai debiti e non opera una distinzione dell'attivo (né per durata, né per destinazione, né per natura). Per ovviare a questi problemi, è stato imposto di procedere ad una riclassificazione dello stato patrimoniale, che dall'introduzione negli anni '90 del secolo scorso di uno schema prestabilito di stato patrimoniale civilistico è il risultato di un percorso analitico (e che si avvale anche della nota integrativa, che permette di capire meglio la natura delle voci di bilancio). La comprensione della natura delle voci di bilancio è utile per ricondurre ai singoli rami di gestione (o al patrimonio netto per le operazioni estranee alla gestione) e quindi ad ottenere una riclassificazione dello stato patrimoniale basata sul legame tra valori e tipi d'operazioni.

Quali sono gli obiettivi della riclassificazione dello stato patrimoniale?

1. Esporre gli elementi dell'attivo al netto delle rettifiche;
2. Avere prime indicazioni circa la liquidità e la solidità patrimoniali;
3. Permettere alcune valutazioni sull'efficienza nell'impiego del capitale investito;
4. Predisporre una buona base di partenza per il calcolo dei flussi di cassa;

Le riclassificazioni si rifanno a due modelli:

- secondo liquidità decrescente (\downarrow) dell'attivo ed esigibilità decrescente (\downarrow) del passivo e del patrimonio netto;
- secondo rami di gestione ed operazioni di patrimonio netto cui le operazioni possono essere associate;

IL MODELLO DI RICLASSIFICAZIONE SECONDO LIQUIDITA' ED ESIGIBILITA' DECRESCENTI

Stato patrimoniale al 31.12.X		voce di destinazione nello SP riclassificato	Stato patrimoniale riclassificato in base al criterio della liquidità e della esigibilità decrescente. Valori al 31.12.X	
Banca c/c	20	1	Attivo	
Immobiliz.	1.000	7	Banca c/c	20
Impianti	300	7	Liquidità immediate	20
Rimanenze	100	4	Crediti v. clienti	700
Imm. Immat. in corso	50	6	Altre attività correnti diverse dalla liquidità	0
Crediti v. clienti	700	2	Liquidità differite	700
Debito verso banche	500	11	=1+2 Totale liquidità immediate e differite	720
Deb. Verso fornitori di merci	200	10	Rimanenze	100
Debito verso l'erario	60	10	Disponibilità	100
TFR	10	11	=3+4 Attivo corrente	820
Fondo amm.to imp.	50	7 (con segno meno)	Imm. Immat. in corso	50
Fondo amm.to immobili	30	7 (con segno meno)	Immobilizzazioni immateriali	50
Tot. passivo e poste rettifiche	850		Immobiliz.	1.000
Capitale sociale	1.000	13	Impianti	300
Utile esercizio preced.	100	13	Immobilizzazioni materiali lorde	1.300
Utile di eserc.	220	13	Fondo amm.to immobili	30
Patrimonio netto	1.320		Fondo amm.to imp.	50
Totale attivo	2.170		Totale fondi amm.to imm. tecn.lorde	80
Tot. Pass., poste rett. e PN	2.170		Immobilizzazioni materiali nette	1.220
			Partecipazioni	
			Immobilizzazioni finanziarie	0
			=6+7+8 Totale immobilizzazioni nette	1.270
			=5+8 Totale Attivo	2.090
			Passivo e patrimonio netto	
			Deb. Verso fornitori di merci	200
			Debito verso l'erario	60
			Totale passività correnti	260
			Debito verso banche	500
			TFR	10
			Totale passività a m/l termine	510
			=10+11 Totale passività	770
			Utile di eserc.	220
			Utile esercizio preced.	100
			Capitale sociale	1.000
			Patrimonio netto	1.320
			=12+13 Totale passivo e PN	2.090

La **colonna centrale** indica per ogni voce dello stato patrimoniale di partenza la destinazione nello **stato patrimoniale riclassificato**.

Gli elementi dell'attivo sono esposti nello stato patrimoniale riclassificato al netto delle relative rettifiche ed esposti nell'ordine che segue:

- **liquidità immediate** (1): c/c bancari e poste equivalenti;
- **liquidità differite** (2): crediti v/clienti ed altri destinati ad essere incassati entro la fine del prossimo esercizio sociale;
- **SOMMA (liquidità immediate + liquidità differite)** (3): denominata sinteticamente "liquidità";
- **rimanenze** (4): compongono le disponibilità e si riferiscono a quegli elementi che dovrebbero tradursi in liquidità entro la fine del prossimo esercizio sociale. Sono però elementi esposti all'incertezza delle fasi di lavorazione e vendita per le quali devono passare prima di essere liquidati: prospettano quindi maggiore rischio dei crediti;
- **TOTALE DELL'ATTIVO CORRENTE** (5): è un aggregato che esprime la capacità dell'azienda di generare liquidità entro la fine del prossimo esercizio sociale: in realtà però verrà generata liquidità solo nel caso di messa in liquidazione dell'impresa, visto che crediti e rimanenze si generano ripetutamente in modo automatico;
- **Immobilizzazioni** (6): sono destinate all'attività sociale per più esercizi e si distinguono in:
 - **Immateriali**: marchi, brevetti, avviamento, oneri pluriennali, etc....;
 - **Materiali**: impianti, macchinari, attrezzature, immobili. Questi hanno diverso trattamento ed esposizione contabile a seconda che si tratti di:

- Terreni: non sono sottoposti ad usura e quindi non vengono ammortizzati;
 - Altri beni materiali: usurati e deperiti col tempo e dei quali vengono esposti:
 - Valori al lordo del fondo ammortamento;
 - Valore del fondo ammortamento;
 - Valore al netto del fondo ammortamento;
 - *Finanziarie*: partecipazioni in altre aziende e crediti a medio-lungo termine;
- **TOTALE ATTIVO** (9);

Gli elementi del passivo sono esposti nello stato patrimoniale riclassificato nell'ordine che segue:

- **passività correnti** (10) : debiti a breve v/banche, v/fornitori e v/altri. Anche questi tendono ad estinguersi e riformarsi ripetutamente;
- **passività a medio-lungo termine** (11) : debiti a m/l termine per TFR dipendenti. v/banche e v/altri;
- **TOTALE PASSIVO** (12);
- **PATRIMONIO NETTO** (13) : è il saldo contabile tra attivo e passivo ed è idealmente diviso in una tripartizione (che esprime le diverse origini e i diversi vincoli giuridici):
- *Utili degli esercizi precedenti e di quello in corso non distribuiti*. In questa voce vengono convogliate anche le perdite della stessa natura e concorrono alla definizione del patrimonio netto alla fine dell'esercizio, dato dalla somma algebrica tra il patrimonio netto iniziale (con segno positivo) e il valore delle perdite (con segno negativo);
 - *Le riserve*;
 - *Il capitale sociale*;

Questi due prospetti (il primo dell'attivo ed il secondo del passivo e del patrimonio netto) potrebbero indurre a pensare di poter determinare la liquidità dell'impresa considerando la possibilità di coprire i le passività a breve con le attività a breve ma questo non è possibile salvo che l'attivo corrente non sia fatto in prevalenza da liquidità immediate (raro).

Dei quattro obiettivi che la riclassificazione dello stato patrimoniale si propone di raggiungere, solo i primi due (esporre gli elementi dell'attivo al netto delle rettifiche ed avere prime indicazioni circa la liquidità e la solidità patrimoniali) sono raggiunti da questa riclassificazione di stato patrimoniale secondo liquidità ed esigibilità decrescenti (non raggiungendo quindi gli obiettivi di permettere alcune valutazioni sull'efficienza nell'impiego del capitale investito e di predisporre una buona base di partenza per il calcolo dei flussi di cassa – raggiunti invece dalla riclassificazione di stato patrimoniale secondo rami di gestione ed operazioni di patrimonio netto cui le operazioni possono essere associate).

IL MODELLO DI RICLASSIFICAZIONE SECONDO RAMI DI GESTIONE ED OPERAZIONI DI PATRIMONIO NETTO CUI LE OPERAZIONI POSSONO ESSERE ASSOCIATE

Stato patrimoniale riclassificato in base al criterio della liquidità e della esigibilità decrescente. Valori al 31.12.X		voce di destinazione nello SP riclassificato con evidenziaz. del cap. investito	Stato patrimoniale riclassificato mediante l'evidenziazione del capitale investito. Valori al 31.12.X	
		21 (con segno meno)		
	Attivo			.000 euro % fatturato
	Banca c/c	20		Crediti v. clienti 700 25,9%
1	Liquidità immediate	20		Altre attività correnti diverse dalla liquidità 0 0,0%
	Crediti v. clienti	700	15	Rimanenze 100 3,7%
	Altre attività correnti diverse dalla liquidità	0	15	Att. Corr. diverse dalla liquidità 800 29,6%
2	Liquidità differite	700	15	Deb. Verso fornitori di merci 200 7,4%
3	=1+2 Totale liquidità immediate e differite	720	15	Debito verso l'erario 60 2,2%
4	Disponibilità	100	15	Pass. Corr. diverse dai deb. Finz. 260 9,6%
5	=3+4 Attivo corrente	820	15	CCN escl. Liquidità e deb. Finz. 540 20,0%
6	Immobilizzazioni Immateriali	50	18	Immobilizzazioni immateriali 50 1,9%
	Immobil. immat. in corso	50	18	Immobilizzazioni materiali nette 1.220 45,2%
	Immobilizzazioni materiali lorde	1.000	18	Immobilizzazioni finanziarie 0 0,0%
	Impianti	300	18	Totale immobilizzazioni nette 1.270 47,0%
	Fondo amm.to immobili	30	18	TFR 10 0,4%
	Fondo amm.to imp.	50	18	Capitale investito 1.800 66,7%
	Totale fondi amm.to imm. tecn.lorde	80	18	Debito verso banche 500 18,5%
7	Immobilizzazioni materiali nette	1.220	18	Banca c/c attivo 20 0,7%
	Partecipazioni	0	18	Debiti finanziari netti 480 17,8%
8	=6+7+8 Totale immobilizzazioni nette	1.270	18	Utile di eserc. 220 8,1%
9	=5+8 Totale Attivo	2.090	18	Utile esercizio preced. 100 3,7%
	Passivo e patrimonio netto			Capitale sociale 1.000 37,0%
	Deb. Verso fornitori di merci	200	16	Patrimonio netto 1.320 48,9%
	Debito verso l'erario	60	16	
10	Totale passività correnti	260	16	23 =21+22 Totale a pareggio 1.800 66,7%
	Debito verso banche	500	21	
	TFR	10	19	
11	Totale passività a m/l termine	510	19	
12	=10+11 Totale passività	770	19	
	Utile di eserc.	220	22	
	Utile esercizio preced.	100	22	
	Capitale sociale	1.000	22	
13	Patrimonio netto	1.320	22	
14	=12+13 Totale passivo e PN	2.090	22	

La **colonna centrale** indica per ogni voce dello stato patrimoniale di riclassificato per liquidità ed esigibilità la destinazione nella **riclassificazione per evidenziazione del capitale investito**.

Destinazione degli elementi attivi:

- Attività correnti diverse dalla liquidità (15);
- Passività correnti diverse dai debiti finanziari (16);
- Capitale circolante netto (CCN) escludendo liquidità e debiti finanziari (dato alla differenza tra attività correnti e passività correnti) (17);
- Immobilizzazioni (articolate in immateriali, materiali e finanziarie);
- TFR (19);
- Capitale investito (CI) (20) (dato dalla somma algebrica di CCN (segno +), immobilizzazioni (segno +) e TFR (segno -));

Destinazione degli elementi passivi:

- Debiti finanziari netti (21) (dati dalla somma algebrica dei debiti bancari sia a breve che a medio/lungo termine (segno +) e della liquidità (segno -)). Se i debiti finanziari netti dovessero essere inferiori alla liquidità lo schema sintetico della riclassificazione diventa:
 $(+ \text{capitale investito} + \text{liquidità netta}) = \text{SOMMA di CI e LIQ. NETTA} = \text{PATRIMONIO NETTO}$
- Patrimonio netto (22) (articolato in capitale sociale, riserve e utili (dell'anno in corso e degli esercizi precedenti));

I valori del capitale investito sono espressi **sia in euro che in percentuale di fatturato**: l'espressione in percentuale permette di valutare l'efficienza dell'impiego del capitale investito rispetto ad altre aziende oppure alla stessa azienda ma in un altro periodo di tempo. Prendendo ad es. un valore di fatturato di 100, un valore di capitale investito di 66,7% vuol dire che l'azienda per produrre 100 di fatturato impiega 66,7; questo la rende più efficiente di un'impresa che impieghi 90 per produrre 100 ma meno efficiente di un'impresa che impieghi 40.

Quindi questo tipo di riclassificazione raggiunge l'obiettivo di permettere alcune valutazioni sull'efficienza nell'impiego del capitale investito; raggiunge anche l'obiettivo di predisporre una buona base di partenza per il calcolo dei flussi di cassa.

Partendo dallo schema di riclassificazione è possibile dare una prima spiegazione delle variazioni di debiti finanziari netti; in particolare dette variazioni sono riconducibili alle variazioni di patrimonio netto ed alla variazione del capitale investito.

	dati a inizio periodo dati a fine periodo variazioni		
	.000 euro	.000 euro	.000 euro
		700	700
		0	0
		100	100
15		800	800
	0	200	200
		60	60
16		260	260
17	=15-16	540	540
		50	50
	1.000	1.220	220
	0	0	0
18		1.270	270
19		10	10
20	=17+18-19	1.800	800
	500	500	0
	600	20	-580
21		480	580
		0	0
		220	220
	100	100	0
	1.000	1.000	0
22		1.320	220
23	=21+22	1.800	800

Per capire questa spiegazione rispetto alle variazioni di debiti finanziari netti usiamo un esempio (←).

La tavola espone i dati di inizio e fine periodo e le relative variazioni:

- il patrimonio netto è variato per $1.320 - 1.100 = +220$;
- il capitale investito è variato per $1.800 - 1.000 = +800$;
- i debiti finanziari netti corrispondono a: $+\Delta PN - \Delta CI = +220 - (+800) = -580$;

In assenza di variazioni di patrimonio netto (dietro intervento dei soci), l'effetto della variazione dei debiti finanziari netti è composto da operazioni correnti da un lato e

operazioni d'investimento/disinvestimento dall'altro. La variazione permette di presentare la capacità dell'azienda di produrre liquidità prima di ricorrere alle operazioni finanziarie che sono da un lato aumenti di capitale e dividendi (che hanno come controparte i soci) e dall'altra aumenti/riduzioni di debiti finanziari.

CAPITOLO 5.8 – Il conto economico riclassificato e il conto economico sezionale

Il conto economico viene riclassificato con la finalità di aumentare la significatività dei dati in esso contenuti; gli obiettivi della riclassificazione del conto economico sono:

1. chiarire il contributo dei diversi rami di gestione alla formazione del reddito d'esercizio;
2. isolare e valutare il risultato economico della gestione corrente e l'impatto dei componenti straordinari;
3. comprendere il risultato della gestione tipica corrente e della gestione tipica nel suo insieme;

RAGGIUNGIMENTO DEGLI OBIETTIVI 1 & 2

Conto economico		voce di destinazione nel Conto econ. riclassificato	Conto economico riclassificato per il periodo X		
(+)	(-)		.000 euro	% del fatturato	
-	+				
Costi dell'energia	10	2	1 Ricavi di vendita	2.700 100,0%	
Stipendi	160	2	Acq. merci	2.300 85,2%	
Acq. merci	2.300	2	-Rimanenze finali	-100 -3,7%	
			Consumi	2.200 81,5%	
	Vendita di merci	2.700	1	Costi dell'energia elettrica	10 0,4%
	Rimanenze finali	100	2 (-)	Stipendi	160 5,9%
	Incr. Imm. lav. interni	50	2 (-)	Quota TFR	10 0,4%
			3	Amm.to impianti	50 1,9%
			4	Amm.to Immobili	30 1,1%
Interessi passivi	10	4	2	Costi di gestione tipica corrente	2.460 91,1%
Amm.to impianti	50	2	5	Incr. impianti per lavori interni	50 1,9%
Amm.to Immobili	30	2	6	C. gest. tipica al netto incr. impianti	2.410 89,3%
Quota TFR	10	2	7	=1-2 Risultato di gestione tipica corrente	290 10,7%
Imposte	60	2	8	Interessi passivi	10 0,4%
Comp. Neg.	2.630	8	9	Oneri finanziari netti	10 0,4%
Utile di eserc.	220			Ris. lordo gest. corrente (RLGC)	280 10,4%
Totale	2.850	Totale	2.850	Plusvalenze e minusvalenze Componenti straordinari	0 0,0%
				=3-4 Risultato ante imposte	280 10,4%
				Imposte	60 2,2%
				7-8 Risultato netto	220 8,1%

La **colonna centrale** indica per ogni voce del conto economico la destinazione nel **CE riclassificato**.

In ordine troviamo:

→ Risultato economico della gestione tipica corrente (3);

→ Risultato della gestione finanziaria e patrimoniale;

→ Risultato lordo della gestione corrente (5) (dato dalla somma dei risultati della gestione tipica corrente, della gestione patrimoniale corrente e della gestione finanziaria corrente). È un risultato

particolarmente significativo perché esprime il risultato economico prima di proventi ed oneri di natura straordinaria;

→ Proventi ed oneri di natura straordinaria (6): i risultati economici residuali per effetto di proventi straordinari sono naturalmente diversi da quelli derivanti invece dalla gestione corrente. La ragione sta essenzialmente nel fatto che proventi di natura straordinaria difficilmente saranno oggetto di ripetitività futura (e in prospettiva questo significa un peggioramento dei risultati d'esercizio totali in futuro). L'analisi può e deve essere fatta anche per quei componenti straordinari di segno opposto: oneri straordinari; questi infatti (che sono ad es. derivanti da importanti dismissioni con gravi perdite o da operazioni di ristrutturazione), così come i proventi, avranno difficile ripetitività in futuro e questo implica in prospettiva un miglioramento dei risultati d'esercizio totali in futuro;

→ Risultato ante imposte (7) (ottenuto dall'integrazione del risultato lordo della gestione corrente con i componenti di natura straordinaria);

→ Risultato netto (9) (ottenuto sottraendo al risultato ante imposte le imposte stesse);

Questo schema di riclassificazione del conto economico permette di focalizzarsi sulla struttura dei costi grazie alla **colonna di valori percentuali** (rispetto al fatturato), permettendo un confronto sia dell'azienda con altre aziende che con sé stessa, in un altro periodo.

Questi dati però spesso non permettono di arrivare a soluzioni significative, visto che un'azienda al suo interno è composta da diverse aree di gestione, con peculiarità e criticità differenti; è però un punto di partenza importante per la predisposizione del conto economico sezionale, fondamentale per raggiungere il terzo obiettivo.

RAGGIUNGIMENTO DELL'OBIETTIVO 3

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO CON PRIORITA' ALLA RICOSTRUZIONE DEI RAMI DI GESTIONE		
	H	
RICAVI DI VENDITA	6.700	100,0%
COSTI DI GESTIONE TIPICA CORRENTE	6.488	96,8%
RIS. DELLA GESTIONE TIPICA CORRENTE	212	3,2%
RIS. DELLA GESTIONE TIPICA NON CORRENTE (plusvalenze e minusvalenze della GEST. TIPICA NON CORR.)	50	0,7%
RISULTATO DELLA GEST. TIPICA	262	3,9%
RIS. DELLA GESTIONE PATRIM. CORRENTE	354	5,3%
RISULTATO DELLA GESTIONE PATRIM. NON CORRENTE	1.150	17,2%
RIS. DELLA GEST. PATRIMONIALE	1.504	22,4%
RIS. DELLA GEST. TIPICA E PATRIM.	1.766	26,4%
ONERI FINANZIARI CORRENTI	196	2,9%
ONERI FINANZIARI NON CORRENTI	20	0,3%
ONERI FINANZIARI TOTALI	216	3,2%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	1.550	23,1%
IMPOSTE	809	12,1%
RISULTATO NETTO	741	11,1%

Questa classificazione risulta particolarmente utile quando la gestione tipica è strutturalmente condizionata dai risultati della gestione non corrente (plusvalenze e minusvalenze). L'esempio più comunque è quello di una società di autonoleggio, dove i ricavi derivano sia dall'attività di noleggio che dalla vendita di auto usate per rinnovare la flotta. In questo caso sarebbe poco significativo se la gestione tipica ignorasse completamente detti componenti normalmente di natura straordinaria, dato che questi in misura variabile si ripresentano comunque ogni anno. Lo stesso ragionamento è applicabile alla gestione patrimoniale e a quella finanziaria.

Una volta ricondotti i risultati ai singoli rami di gestione, è possibile associare le imposte al singolo ramo di gestione (in maniera proporzionale o abbinando le singole aliquote al ramo).

La controindicazione di questo schema è il non rilievo del risultato della gestione corrente.

CONTO ECONOMICO SEZIONALE DELLA GESTIONE TIPICA	BUSINESS 1		BUSINESS 2		BUSINESS 1 e BUSINESS 2		ATTIVITA' COMUNI A 1 E A2		TOTALE ESERCIZIO H	
RICAVI TOTALI	1.200	100,0%	5.500	100,0%	6.700	100,0%			6.700	100,0%
CONSUMI	643	53,6%	1.447	26,3%	2.090	31,2%			2.090	31,2%
ALTRI COSTI VARIABILI	186	15,5%	673	12,2%	859	12,8%			859	12,8%
COSTI VARIABILI DI GESTIONE TIPICA	829	69,1%	2.120	38,5%	2.949	44,0%			2.949	44,0%
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	371	30,9%	3.380	61,5%	3.751	56,0%			3.751	56,0%
COSTO DEL LAVORO INDIRETTO	216	18,0%	1.531	27,8%	1.747	26,1%	460	6,9%	2.207	32,9%
ALTRI COSTI FISSI	10	0,8%	522	9,5%	532	7,9%	600	9,0%	1.132	16,9%
QUOTE DI AMMORTAMENTO	20	1,7%	150	2,7%	170	2,5%	30	0,4%	200	3,0%
TOTALE COSTI FISSI	246	20,5%	2.203	40,1%	2.449	36,6%	1.090	16,3%	3.539	52,8%
RISULTATO DELLA GESTIONE TIPICA CORRENTE	125	10,4%	1.177	21,4%	1.302	19,4%	-1.090	-16,3%	212	3,2%
RIS. DELLA GESTIONE TIPICA NON CORRENTE	0		0		0		50	0,7%	50	0,7%
RIS. DELLA GESTIONE TIPICA TOTALE	125	10,4%	1.177	21,4%	1.302	19,4%	-1.040	-15,5%	262	3,9%

Lo schema di conto economico sezionale introduce la differenza tra:

- *Costi variabili*, che variano al variare delle quantità prodotte e vendute;
- *Costi fissi di uno solo dei business d'azienda*, che non variano al variare delle quantità prodotte e vendute;
- *Costi fissi di comuni ai business d'azienda*, che non variano al variare delle quantità prodotte e vendute;

distinzione che evidenzia il margine di contribuzione di ogni business (che influenza le decisioni aziendali).

Per esprimere il risultato della gestione tipica ci si avvale anche dell'EBITDA (che esclude come l'EBIT gli interessi e le imposte, ma in aggiunta esclude anche gli ammortamenti su beni materiali ed immateriali). La scelta dell'EBITDA di escludere gli ammortamenti è criticata perché da un lato questi sono elementi espressivi di soggettività nel calcolo, ma dall'altro escluderli significa tralasciare un onere pagato in anticipo (dato che gli investimenti che generano gli ammortamenti generano pagamenti anticipati rispetto al momento di formazione dell'EBIT). Gli obiettivi dell'EBITDA sono:

- Avere un indicatore utile per determinare il valore dell'azienda (escludendo plus- e minusvalenze, perché non idonei ad esprimere il risultato normalizzato);
- Determinare il valore dell'azienda prescindendo da liquidità e debiti finanziari (valore ottenuto moltiplicando l'EBITDA per il moltiplicatore dell'EBITDA). Una volta determinato detto valore

dell'azienda si arriva al c.d. valore delle azioni sottraendo i debiti finanziari e sommando la liquidità. Rispetto al moltiplicatore dell'EBITDA, questo racchiude una serie di fattori:

- Capitale impiegato per la produzione dell'EBITDA: al crescere del capitale impiegato, il moltiplicatore si riduce perché il business è meno attrattivo;
- Deperimento delle immobilizzazioni: al crescere del deperimento, il moltiplicatore si riduce perché il business richiede investimenti per l'ammodernamento;
- Costo del capitale: incluso il costo senza rischio, il rischio del business ed il rischio finanziario; al crescere del costo del capitale, il moltiplicatore si riduce;
- Opportunità di crescita dell'EBITDA: al crescere di dette opportunità, il moltiplicatore aumenta;
- Prospettive di aumento del PN associate a specifiche passività/attività estranee alla gestione tipica: al manifestarsi delle prospettive, il moltiplicatore aumenta;
- Aliquota fiscale sugli utili: al crescere dell'aliquota, il moltiplicatore si riduce;
- Forza contrattuale del compratore e del debitore (variabili): al crescere della capacità contrattuale del compratore, il moltiplicatore si riduce;

Se la logica è quella di determinare il valore a prescindere da debiti finanziari e liquidità, è naturale che il punto di partenza sia il risultato della gestione tipica corrente, che permette di assicurare la remunerazione dei debiti finanziari e del patrimonio netto (ovvero delle azioni).

CAPITOLO 5.9 – Gli indicatori di bilancio.

I limiti di significatività degli indicatori di bilancio tradizionali

CAPITOLO 5.9.1 – Considerazioni introduttive

Gli indici di bilancio meritano una certa attenzione non tanto per il loro significato intrinseco (*secondo Russo* non molto) ma per altri motivi:

- Conoscerli è importante per relazionarsi con quei soggetti ed istituzioni che ne fanno uso, per capire come l'azienda è giudicata e valutata da detti soggetti;
- Se non adeguatamente interpretati, indici come quelli di liquidità e solidità patrimoniale possono portare ad erronee valutazioni:
 - Sia sulle condizioni dell'impresa (situazioni critiche possono essere ignorate, situazioni positive possono essere valutate negativamente);
 - Sia sulle decisioni d'investimento ed indebitamento;
- Alcuni indicatori di recente formulazione (come la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari) sono significativi;

CAPITOLO 5.9.2 – I limiti di significatività degli indicatori di liquidità e di solidità patrimoniale

Definiamo liquidità la capacità dell'impresa di far fronte in modo tempestivo e conveniente ai propri impegni di pagamento.

Definiamo solidità patrimoniale la capacità di un'azienda di resistere a eventi in grado di ridurre le sue risorse patrimoniali (soprattutto il PN).

Liquidità

Stato patrimoniale riclassificato in base al criterio della liquidità e della esigibilità decrescente. Valori al 31.12.X	
	Attivo
	Banca c/c 20
1	Liquidità immediate 20
	Crediti v. clienti 700
	Altre attività correnti diverse dalla liquidità 0
2	Liquidità differite 700
3	=1+2 Totale liquidità immediate e differite 720
	Rimanenze 100
4	Disponibilità 100
5	=3+4 Attivo corrente 820
	Imm. Immat. in corso 50
6	Immobilizzazioni immateriali 50
	Immobili 1.000
	Impianti 300
	Immobilizzazioni materiali lorde 1.300
	Fondo amm.to immobili 30
	Fondo amm.to imp. 50
	Totale fondi amm.to imm. tecn.lorde 80
7	Immobilizzazioni materiali nette 1.220
	Partecipazioni
	Immobilizzazioni finanziarie 0
8	=6+7+8 Totale immobilizzazioni nette 1.270
9	=5+8 Totale Attivo 2.090
	Passivo e patrimonio netto
	Deb. Verso fornitori di merci 200
	Debito verso l'erario 60
10	Totale passività correnti 260
	Debito verso banche 500
	TFR 10
11	Totale passività a m/l termine 510
12	=10+11 Totale passività 770
	Utile di eserc. 220
	Utile esercizio preced. 100
	Capitale sociale 1.000
13	Patrimonio netto 1.320
14	=12+13 Totale passivo e PN 2.090

Formule usate nel calcolo I numeri si riferiscono alle voci dello SP riclassificato		Indici di liquidità	
=3/10	Indice di liquidità primaria		2,77
=3-10	Margine di tesoreria		460
=5/10	Indice di liquidità secondaria		3,15
=5-10	Capitale circolante netto		560

- **Indice di liquidità primaria (o acid test):**

$$\frac{\Sigma \text{liquidità immediate e differite}}{\Sigma \text{passività correnti}} > 1$$

La regola dice che l'acid test deve essere superiore a 1 ma nella pratica le aziende più grandi ed accreditate hanno sistematicamente l'acid test pari a 1 o limitrofo; perché? Con la crisi petrolifera degli anni '70 del secolo scorso le aziende hanno conosciuto l'inflazione pesante: questo ha generato un aumento del costo del denaro e (di riflesso) l'aumento dei tassi d'interesse sui prestiti concessi alle aziende. Di conseguenza, le aziende hanno acquisito consapevolezza dell'importanza del capitale investito e hanno cominciato a razionalizzare l'impiego dei capitali;

- **Margine di tesoreria:**

$$(\Sigma \text{liq imm e diff}) - \text{passività correnti} > 0;$$
- **Indice di liquidità secondaria:** $\frac{\text{attività correnti}}{\text{passività correnti}} \geq 2;$

- **CCN:** $\text{attività correnti} - \text{passività correnti} > 0$ (ampiamente superiore a 0);

Solidità

Indici di solidità patrimoniale	
=13/8	Grado di copertura delle immobili 1,04
=13-8	Margine di struttura 50
=12/13	Rapporto di indebitamento 0,58
*	Rapporto di ind. Finanziario netto 0,36

* = (Debito verso banche - banche c/c attivo)/13

- un **indice di copertura delle immobilizzazioni:** $\frac{PN}{\text{immobilizzazioni}} > 1;$
- un **margine di struttura:** $PN - \text{immobilizzazioni} > 0;$

Violare questa regola presupporrebbe la richiesta ai creditori di assicurare l'azienda e tutte le risorse necessarie per provvedere agli investimenti della società e quindi chiedere ai creditori di assicurare all'azienda il sostegno finanziario che può essere richiesto ai soli azionisti. Nella pratica, le grandi aziende sembrano ritenere (rispetto all'indice di copertura delle immobilizzazioni) che il valore di 1 sia la soglia ma al di sotto della quale non bisogna mai scendere.

Il **rapporto d'indebitamento** dato da $\frac{\Sigma \text{debiti}}{PN}$ dovrebbe teoricamente non eccedere il valore di 1, ma nella pratica le grandi aziende hanno sempre questo indice che eccede 1 (come se la prescrizione fosse di non scendere al di sotto di 1).

Seconda parte – CHIARA B.**CAPITOLO 5.9.3 – I limiti di significatività degli indicatori di redditività**

I limiti di significatività degli indicatori di liquidità e di solidità patrimoniale sembrano sorprendenti alla luce dei risultati appena osservati, chiaramente distorti dalla definizione di soglie troppo alte o troppo basse, che portano a valutazioni comunque viziate da pessimismo. Ebbene, questo limite potrebbe apparire ben poca cosa rispetto al limite di una tecnica di analisi che portasse a valutazioni distorte dall'ottimismo. A maggior ragione se questa distorsione si traducesse in prescrizioni di investimento e di indebitamento capaci di esporre l'azienda a un rischio finanziario crescente.

Specialmente se l'esposizione al rischio finanziario crescente fosse basata sulla convinzione che all'aumento del rapporto di indebitamento fosse possibile ottenere una redditività del patrimonio netto crescente. Soprattutto se la formula impiegata per dimostrare i vantaggi del debito, nota come la formula della leva finanziaria, fosse la stessa che è al cuore della teoria che dimostra come, se si prescinde dalla variabile fiscale, il debito nulla aggiunga e nulla tolga al valore dell'azienda. Teoria per la quale sono stati concessi due Premi Nobel e che, al momento in cui è stata scritta questa pagina, rimaneva da quasi sessant'anni la pietra angolare della moderna teoria della finanza.

“Quando la redditività del capitale investito risulta maggiore del costo del debito, l'aumento del rapporto di indebitamento permette un miglioramento progressivo della redditività del patrimonio netto”. Questa è la prescrizione sintetica della tecnica di analisi di redditività fondata sulla leva finanziaria.

In alcune presentazioni, l'escalation di redditività che può scaturirne è presentata come un elemento di attrattività della leva finanziaria. Strumento di analisi che poi, per il suo solo nome, fa pensare agli “ingegneri”, se non ai “geni”, o ai “maghi della finanza”.

Innegabilmente, alcuni studenti (e non solo loro) hanno subito il fascino di questa formula. Peccato che i maghi della finanza non esistano, per il semplice motivo che la stessa natura del mercato finanziario ne rende impossibile l'esistenza.

Ciò premesso, vediamo innanzitutto l'applicazione di questa tecnica di analisi della redditività al caso semplificato proposto in precedenza. Proveremo poi a immaginare un aumento del rapporto di indebitamento, ipotizzando due diversi scenari:

- lo scenario in cui la redditività del capitale investito si mantenga più alta del costo del debito;
- lo scenario in cui la redditività del capitale investito diventi più bassa del costo del debito;

Stato patrimoniale riclassificato mediante l'evidenziazione del capitale investito.			
Valori al 31.12.X			
	.000 euro	% fatturato	
	Crediti v. clienti	700	25,9%
	Altre attività correnti diverse dalla	0	0,0%
	Rimanenze	100	3,7%
15	Att. Corr. diverse dalla liquidità	800	29,6%
	Deb. Verso fornitori di merci	200	7,4%
	Debito verso l'erario	60	2,2%
16	Pass. Corr. diverse dai deb. Fin.	260	9,6%
17	CCN escl. Liquidità e deb. Finanz.	540	20,0%
	Immobilizzazioni Immateriali	50	1,9%
	Immobilizzazioni materiali nette	1.220	45,2%
	Immobilizzazioni finanziarie	0	0,0%
18	Totale immobilizzazioni nette	1.270	47,0%
19	TFR	10	0,4%
20	Capitale investito	1.800	66,7%
	Debito verso banche	500	18,5%
	Banca c/c attivo	20	0,7%
21	Debiti finanziari netti	480	17,8%
	Utile di eserc.	220	8,1%
	Utile esercizio preced.	100	3,7%
	Capitale sociale	1.000	37,0%
22	Patrimonio netto	1.320	48,9%
23	Totale a pareggio	1.800	66,7%

Conto economico riclassificato per il periodo X			
	.000 euro	% del fatturato	
1	Ricavi di vendita	2.700	100,0%
	Acq. merci	2.300	85,2%
	-Rimanenze finali	-100	-3,7%
	Consumi	2.200	81,5%
	0	0	0,0%
	Costi dell'energia elettrica	10	0,4%
	Stipendi	160	5,9%
	Quota TFR	10	0,4%
	Amm.to impianti	50	1,9%
	Amm.to immobili	30	1,1%
	Costi di gestione tipica corrente	2.460	91,1%
	Incrém. impianti per lavori interni	50	1,9%
2	C. gest. tipica al netto incr. impianti	2.410	89,3%
3	=1-2 Risultato di gestione tipica corrente	290	10,7%
	Interessi passivi	10	0,4%
4	Oneri finanziari netti	10	0,4%
5	=3-4 Ris. lordo gest. corrente (RLGC)	280	10,4%
	Plusvalenze e minusvalenze	0	0,0%
6	Componenti straordinari	0	0,0%
7	=5+6 Risultato ante imposte	280	10,4%
8	Imposte	60	2,2%
9	7-8 Risultato netto	220	8,1%

Risultato della Gestione Tipica Corrente	Capitale investito	Debiti fin. netti	Oneri fin. netti
290	1.800	480	10
16,1%			2,1%
		Patrimonio netto	Risultato Lordo della Gest. Corrente
		1.320	280
			21,2%

Indici di redditività

24	=3/20	Redditività del capitale investito	ROI	16,1%
25	=4/21	Costo dei debiti finanziari netti	OF/DFN	2,1%
26	=24-25	Spread tra redditività del CI e costo del debito	ROI-OF/DF	14,0%
27	=21/22	Rapporto di indebitamento finanziario netto	D/PN	0,36
28	=24-25)x27	Leva finanziaria	(ROI-OF/DF) x D/PN	5,1%
29	=5/22	Redd.tà lorda corrente del PN	RLGC/PN=ROI+(ROI-OF/DF) x D/PN	21,2%
30	=9/5	Incidenza del Ris. netto sul Ris Lordo della Gest. Corrente	RN/RLGC	0,79
31	=9/22	Redditività netta del PN	RDE=RLGC/PN x RN/RLGC	16,7%

Variazione degli indici di redditività al variare del rapporto di indebitamento

Scenario favorevole: ROI e Of/DN costanti			Scenario sfavorevole: ROI cala; Of/DN aumenta		
16,1%	16,1%	16,1%	1,0%	1,0%	1,0%
2,1%	2,1%	2,1%	8,0%	8,0%	8,0%
14,0%	14,0%	14,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%
0,00	3,00	5,00	0,00	3,00	5,00
0,0%	42,1%	70,1%	0,0%	-21,0%	-35,0%
16,1%	58,2%	86,3%	1,0%	-20,0%	-34,0%

L'analisi della redditività sopra esposta assume come punti di partenza lo stato patrimoniale riclassificato e il conto economico riclassificato. Poiché lo stato patrimoniale si riferisce a un istante e il conto economico si riferisce a un periodo, occorre stabilire l'istante in cui rilevare i dati patrimoniali, che possono essere riferiti all'inizio, alla fine, o un istante selezionato all'interno del periodo. In linea di principio, i dati iniziali possono essere considerati più significativi. In questo caso, tuttavia, sono stati assunti i dati finali, dal momento che i dati iniziali erano espressione di una realtà in fase di avvio, priva di molti valori patrimoniali significativi.

Ciò premesso, l'analisi di redditività mette in relazione tra loro tre coppie di valori, ognuna rappresentata da uno stock e da un flusso che ne identifica il rendimento, o il costo. Come esposto nella grafica, si tratta di:

- capitale investito (CI) e risultato della gestione tipica corrente (RGTC);
- debiti finanziari netti (DFN) e oneri finanziari netti (OFN);
- patrimonio netto (PN) e risultato lordo della gestione corrente (RLGC).

Un punto che vale la pena di osservare è che ognuna di queste tre coppie di valori esprime un indicatore che, se valutato come indicatore di redditività a sé stante, ha una sua significatività e una sua utilità.

Infatti:

- il rapporto tra risultato della gestione tipica corrente (RGTC) e capitale investito (CI) esprime la redditività dell'azienda nella gestione tipica. Questo quoziente, $RGTC/CI$, è spesso indicato come ROI (return on investment) ed è usato spesso anche per apprezzare la redditività media di un settore, la sua variabilità nel tempo e la sua variabilità tra un'azienda e l'altra;
- il rapporto tra oneri finanziari netti (OFN) e debiti finanziari netti (DFN) esprime il costo dei debiti finanziari;
- il rapporto tra risultato lordo della gestione corrente (RLGC) e patrimonio netto (PN) esprime la redditività lorda del patrimonio netto. Questo quoziente, $RLGC/PN$, è indicato a volte come ROE lordo, definito prima dei componenti straordinari e delle imposte (return on equity before extraordinary items and taxes).

Il problema non è quindi nel significato di ognuno di questi tre indicatori, ma nella relazione che li lega e nel modo in cui questa relazione è stata più volte interpretata.

La relazione tra questi tre indicatori è descritta nell'espressione seguente:

$$RLGC/PN = RGTC/CI + (RGTC/CI - OFN/DFN) \times DFN/PN$$

Di qui l'espressione, equivalente per significato e diversa solo nella simbologia:

$$ROE \text{ lordo} = ROI + (ROI - OFN/DFN) \times DFN/PN$$

Ovvero: la redditività lorda del patrimonio netto ($ROE \text{ lordo} = \frac{RLGC}{PN}$) è uguale alla redditività del capitale investito ($ROI = \frac{RGTC}{CI}$) + la differenza tra la redditività del capitale investito e il costo dei debiti finanziari ($ROI - \frac{OFN}{DFN}$), moltiplicata per il rapporto di indebitamento ($\frac{DFN}{PN}$).

Come dire che, in presenza di una differenza tra la redditività del capitale investito e il costo dei debiti finanziari maggiore di zero, la redditività lorda del patrimonio netto ($ROE \text{ lordo} = \frac{RLGC}{PN}$) cresce al crescere del rapporto di indebitamento ($\frac{DFN}{PN}$).

La crescita è illustrata nello scenario favorevole esposto nel box riportato a destra in basso nella tavola precedente.

In presenza di un ROI del 16,1% e di un costo del debito del 2,1%, al crescere del rapporto di indebitamento da 0 a 3, e poi a 5, il ROE lordo passa:

- dal 16,1% (in presenza di un rapporto di indebitamento pari a zero);
- al 58,2% (in presenza di un rapporto di indebitamento pari a 3);
- all'86,3% (in presenza di un rapporto di indebitamento pari a 5);

Il problema è che tale amplificazione dei risultati opera sia nello scenario favorevole, sia nello scenario sfavorevole.

Nella sezione di destra del box che descrive i due scenari vediamo infatti che, nello scenario negativo, in presenza di un ROI dell'1% e di un costo del debito dell'8%, al crescere del rapporto di indebitamento da 0 a 3, e poi a 5, il ROE lordo passa:

- dall'1% (in presenza di un rapporto di indebitamento pari a zero);
- al -20% (in presenza di un rapporto di indebitamento pari a 3);
- al -34% (in presenza di un rapporto di indebitamento pari a 5);

La conclusione sembra chiara. Non è possibile ottenere la prospettiva di aumentare in modo notevole la redditività del capitale investito mediante l'aumento del rapporto di indebitamento senza esporsi al rischio che l'indebitamento dia origine a un peggioramento notevole della redditività.

Nessuna prospettiva di "upside", senza il rischio del "downside". Un'altra delle poche leggi ferree che regolano il mondo della finanza.

Ciò premesso, conviene indebitarsi? È utile aumentare il rischio, in modo da poter avere la prospettiva di ottenere una redditività molto alta. La risposta a questa domanda è stata data molto tempo fa, quando Modigliani e Miller dimostrarono la loro "proposition one", secondo la quale – in assenza di imposte – il debito lascia inalterato il valore dell'azienda.

Curiosamente, da tale affermazione gli autori ne derivarono un'altra, la famosa "proposition two", che dimostra il comportamento degli investitori di fronte al debito. Secondo questa affermazione, il tasso di rendimento atteso dall'azionista di un'azienda indebitata (i) era pari al tasso di rendimento atteso dall'azionista per un'azienda dello stesso tipo, ma non indebitata (ρ), maggiorato per effetto del rapporto di indebitamento ($\frac{D}{S}$).

La maggiorazione derivante dal rapporto di indebitamento era pari alla differenza tra il rendimento richiesto per l'azienda non indebitata (ρ) e il rendimento del debito (r), moltiplicata per il rapporto tra il debito (D) e il valore del patrimonio netto (S). Di qui la formula:

$$i = \rho + (\rho - r) \times D/S$$

che esprime l'aumento del rendimento atteso dell'azionista di un'azienda indebitata (i) al crescere del rapporto di indebitamento (D/S), secondo la progressione $(\rho - r) \times D/S$, dove:

- " ρ " è il tasso di rendimento atteso dall'azionista per un'azienda dello stesso tipo ma non indebitata;
- " r " è il costo del debito;
- D è il valore del debito;
- S è il valore del patrimonio netto;

Veniamo quindi alla domanda principale: "Qual è la differenza tra questa formula e quella usata per il calcolo della redditività del patrimonio netto, nota come la formula della leva finanziaria?"

La risposta è semplice: si tratta della stessa formula, ma questa spiega i rendimenti attesi, quella è stata usata, impropriamente, per spiegare i rendimenti effettivi e i rendimenti previsti. Tale formula non dovrà essere usata per rendimenti effettivi e rendimenti previsti ma solo per i rendimenti attesi. Chiariamo per prima cosa le differenze:

- il rendimento atteso è il rendimento che un soggetto chiede per destinare il suo capitale a un certo impiego, che può essere più o meno rischioso. Al crescere del rischio, cresce inevitabilmente il rendimento atteso. È la stessa cosa che accade nel gioco della roulette. Mentre puntando sul rosso e nero, dove abbiamo poco meno del 50% di probabilità di vincere, abbiamo un rendimento atteso del 100%, se puntiamo su un numero singolo, abbiamo un rendimento atteso molto maggiore (e infatti, se vinciamo, la vincita è pari a 35 volte quello che abbiamo puntato);
- il rendimento effettivo è quello che, indipendentemente dalle probabilità, abbiamo ottenuto e valutiamo ex post. Possiamo essere soddisfatti di aver vinto al rosso e nero, malgrado avessimo poco meno del 50% di probabilità di vincere. Questo naturalmente non significa che

consideriamo probabile continuare a vincere. Così come, quando un'azienda ottiene a consuntivo una redditività del capitale investito maggiore del costo consuntivo del debito, non può pensare di potersi considerare "abbonata" a questa condizione di superiorità del ROI rispetto al costo del debito;

- il rendimento previsto è quello che prevediamo di ottenere facendo un certo investimento. Anche questo è un rendimento futuro, ma – a differenza del rendimento atteso, che esprime una nostra aspettativa – è un rendimento che esprime una nostra previsione. Noi possiamo avere un rendimento atteso in una casa automobilistica del 20%. Questo significa che noi richiediamo un rendimento del 20% per investire in quella casa automobilistica. Detto questo, entrano in gioco le nostre previsioni. Se prevediamo di poter ottenere un rendimento superiore al rendimento atteso, ovvero se prevediamo di ottenere un rendimento del 30%, allora effettueremo il nostro investimento, contenti di prevedere un rendimento superiore rispetto al nostro rendimento atteso. Si intende che, ex post, i fatti potranno confermare o smentire le nostre previsioni. Se invece prevediamo di ottenere un rendimento inferiore al rendimento atteso, ovvero se prevediamo di ottenere un rendimento del 10%, allora rinunceremo al nostro investimento, insoddisfatti di una prospettiva di rendimento inferiore al nostro rendimento atteso e pertanto inadeguata.

Che conseguenze ha tutto questo sull'uso estensivo che talvolta è stato fatto della formula della leva finanziaria? Questa formula ci dice soltanto che, all'aumentare del rapporto di indebitamento, l'azionista richiederà un rendimento crescente, perché si sentirà esposto a un rischio maggiore e richiederà quindi un "premio per il rischio" proporzionato al rischio maggiore.

Immaginiamo che si prospettino per l'azionista due alternative diverse:

- azienda X, che ha un rischio di business normale e nessun rischio finanziario;
- azienda Y, che ha un rischio di business normale e, in aggiunta, ha anche un forte rischio finanziario;

L'azionista potrebbe chiedere un rendimento atteso del 10% per l'azienda X, che lo espone al solo rischio di business, e un rendimento atteso dell'80% per l'azienda Y, che lo espone sia al rischio di business, sia al forte rischio finanziario. Ciò premesso, per l'azionista, tra un rendimento atteso dell'80%, a fronte di un rischio di business normale combinato con un rischio finanziario forte, e un rendimento del 10%, a fronte del solo rischio di business normale, non vi è differenza.

In entrambi i casi, il rischio ha un prezzo. Per il rischio di business l'azionista chiede "un prezzo per il rischio che egli sopporta", o un "premio per il rischio", tale da determinare un rendimento atteso del 10%. Per il rischio di business e per il rischio finanziario forte combinati tra loro l'azionista chiede "un prezzo per il rischio che sopporta", o un "premio per il rischio", tale da determinare un rendimento atteso dell'80%. Aggiustato per il rischio, il rendimento non cambia. Ecco perché il rischio finanziario non aumenta il valore dell'azienda. Ciò spiega cosa significhi applicare questa formula ai rendimenti attesi.

Applicare la stessa formula dei rendimenti attesi ai rendimenti effettivi è un esercizio di contemplazione nei confronti di come siano andate le cose e nulla dice sulla convenienza ad aver scelto un'alternativa o un'altra in sede di definizione del rapporto di indebitamento.

Così come lo studio dei risultati di una successione di puntate alla roulette non potrà mai fornire il presupposto per dimostrare la convenienza del gioco effettuato.

Il problema si pone quando – dall'applicazione della formula ai rendimenti effettivi – si passa all'applicazione della formula ai rendimenti previsti. In questo caso, talvolta alcune analisi affermano che, date certe condizioni di redditività del capitale investito e di costo del debito, l'aumento del rapporto di indebitamento assicura un aumento della redditività del patrimonio netto. Il problema è nell'espressione evidenziata in neretto, ovvero nell'ipotesi che siano date certe condizioni di redditività del capitale investito e di costo del debito.

Nel futuro, nulla è dato. Per definizione, nel futuro tutto è incerto.

Ciò premesso, l'applicazione della formula ai dati futuri, dice soltanto che, in futuro, il rendimento atteso del patrimonio netto aumenta all'aumentare del rapporto di indebitamento secondo la formula della leva finanziaria.

Prescindendo dagli effetti fiscali, affinché l'indebitamento risulti conveniente, occorre che l'azionista possa avere la prospettiva di un rendimento previsto superiore al rendimento atteso, in modo da assicurargli il giusto prezzo per il rischio cui si espone e qualcosa in più.

Tutte le volte in cui la crescita del rendimento previsto del patrimonio netto innescata dall'aumento del debito ha favorito politiche di indebitamento audaci, o allegre, gli azionisti hanno preso un rischio. In alcuni casi, gli azionisti hanno guadagnato molto, senza che nulla di quel guadagno fosse stato regalato. Era stato tutto pagato mediante la loro maggiore esposizione al rischio.

In altri casi, gli azionisti hanno perso molto, anche se talora si è trattato di azionisti diversi da quelli che hanno guadagnato molto. Quando hanno perso molto, ciò è accaduto anche perché il più elevato livello del debito ha innescato la crisi, o addirittura il default dell'azienda.

Non è un mistero che, a seguito della crisi finanziaria del 2008, molti fondi di investimento abbiano rivisto le politiche di investimento e di indebitamento, rinunciando a effettuare acquisizioni che comportassero la creazione di rapporti di indebitamento troppo alti.

Alle volte, più della teoria, è l'esperienza del "downside" che aiuta a mettere a fuoco, o a ricordare, una delle poche leggi ferree che regolano il mondo della finanza.

CAPITOLO 5.9.4 – Alcuni indicatori di bilancio di formulazione recente

Premesso tutto quanto finora osservato in merito ai limiti di significatività degli indicatori di bilancio tradizionali, pare opportuno dare atto anche della recente diffusione di alcuni altri indicatori, intesi soprattutto ad apprezzare la capacità di rimborso dei debiti finanziari.

Si tratta in primo luogo del rapporto tra debiti finanziari netti e flusso di cassa operativo (o net operating cash flow):

$$\frac{\text{Debiti finanziari netti}}{\text{Flusso di cassa operativo}}$$

È innegabile che questo indicatore abbia una sua logica, dal momento che:

- i debiti finanziari netti si ripianano con il flusso di cassa determinato prima delle operazioni finanziarie;
- il flusso di cassa operativo ha un ruolo fondamentale nel determinare il flusso di cassa determinato prima delle operazioni finanziarie;

Infatti, il flusso di cassa prima delle operazioni finanziarie deriva dalla somma tra il flusso di cassa operativo e il flusso di cassa derivante da investimenti e disinvestimenti.

In estrema sintesi, questo indicatore contrappone quindi il debito finanziario netto a un elemento che occupa un ruolo centrale nella produzione dei flussi di cassa prima delle operazioni finanziarie ed è a questo che deve la sua fortuna e la sua diffusione.

Come dire che la significatività degli indici di bilancio aumenta quando essi, invece di fare riferimento ai dati di bilancio tradizionali, si basano sui flussi di cassa.

Un altro indicatore che ha acquisito recente diffusione è il rapporto:

$$\frac{\text{Debiti finanziari netti}}{\text{EBITDA}}$$

La ragione alla base della fortuna di questo indicatore è facile a intuirsi.

Infatti, se da una parte è vero che il debito si ripiana con i flussi di cassa e non con i flussi di reddito, o con l'EBITDA, dall'altra parte dobbiamo riconoscere che l'EBITDA ha un ruolo centrale nella produzione dei flussi di cassa operativi.

Infatti, come osserveremo nel prossimo paragrafo:

- l'EBITDA è una variabile molto prossima al flusso di capitale circolante netto della gestione tipica corrente, dal quale si differenzia soltanto per il fatto che l'EBITDA è espresso al netto dell'accantonamento al TFR, mentre il flusso di CCN della gestione tipica corrente è espresso al lordo di tale accantonamento;
- il flusso di capitale circolante netto della gestione tipica corrente ha un ruolo centrale nella produzione dei flussi di cassa.

In estrema sintesi, questo indicatore contrappone quindi il debito finanziario netto a un elemento che occupa un ruolo centrale nella produzione dei flussi di cassa operativi ed è a questo che deve la sua fortuna e la sua diffusione.

Anche in questo caso, vediamo che la significatività degli indici di bilancio aumenta quando essi si allontanano dai dati di bilancio tradizionali, per avvicinarsi a indicatori capaci di esprimere, sia pure in modo parziale e indiretto, l'attitudine a produrre risorse liquide.

Malgrado questi indicatori di bilancio possano essere giudicati nel complesso più significativi di quelli che considerano esclusivamente le poste dello stato patrimoniale, non si può ignorare come anche questi siano caratterizzati da alcuni importanti limiti di significatività.

In proposito, occorre infatti osservare quanto segue:

- il riferimento all'EBITDA o al flusso di cassa operativo fa riferimento a dati consuntivi, rispetto ai quali i dati preventivi e i dati futuri potrebbero essere significativamente diversi;
- anche nei casi in cui gli indici in esame fossero impiegati sostituendo i dati di flusso di cassa operativo e di EBITDA consuntivi con i dati preventivi, l'analisi sarebbe comunque esposta al rischio di forti scostamenti tra dati preventivi e dati futuri;

Fermo restando che chi analizza il bilancio lavora necessariamente in condizioni di incertezza sul futuro, possono esistere metodi di analisi più utili al fine di immaginare le capacità di rimborso del debito in condizioni di incertezza.

Tra questi sono da segnalare i cosiddetti "stress test", ovvero i metodi per prevedere come eventi negativi, quali cali di mercato, o cali di redditività comunque originatisi, possano incidere sull'EBITDA, sul flusso di cassa operativo e sulla capacità di rimborso dei debiti.

E non basta. Per prevedere in modo attendibile la capacità di rimborso occorre anche capire quali siano i fabbisogni di investimento obbligati, ovvero i valori dei progetti di investimento che l'azienda non può sacrificare senza esporsi al rischio di peggioramento dei flussi di cassa operativi.

Infatti, la scelta di considerare indicatori come i flussi di cassa operativi o l'EBITDA e di confrontarli con i debiti finanziari da rimborsare lascia in ombra l'eventualità che l'azienda si trovi a far fronte a progetti di investimento sostanzialmente obbligati.

In questa ipotesi, infatti, il flusso disponibile per il servizio del debito dovrebbe essere inevitabilmente calcolato al netto delle spese di investimento.

In caso contrario, l'azienda dovrebbe prevedere un flusso di cassa operativo in drastico calo rispetto al flusso di cassa ipotizzato a fronte della regolare esecuzione del piano di investimenti obbligato. Quanto sopra porta a concludere che qualsiasi analisi della capacità di un'azienda di far fronte ai propri debiti sia assai difficile da inquadrarsi senza fare riferimento, in modo più o meno organico e completo, ai flussi di cassa.

CAPITOLO 5.10 – I flussi di cassa

A differenza degli indici di bilancio, i flussi di cassa sono una cosa importante. Oltre ai flussi di cassa sono importanti anche le variabili che determinano i flussi di cassa.

Se gli indicatori di bilancio sono pressoché inutili, quando non dannosi per le indicazioni errate che possono esprimere, in compenso, sono molto facili da calcolare. Ma a tale facilità di analisi, come accennato, si accompagna un'utilità molto limitata. D'altronde, se per gestire i problemi di liquidità fosse sufficiente calcolare il rapporto tra le attività correnti e le passività correnti, allora la gestione della liquidità aziendale sarebbe una cosa facile. Ma, così non è. I flussi di cassa invece sono utili, ma difficili da calcolare.

Calcolo dei flussi di cassa

Primo punto fondamentale è l'articolazione dello stato patrimoniale in gruppi di poste riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto.

Per illustrare l'articolazione dello stato patrimoniale in gruppi di poste (o elementi) riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto, assumiamo come punto di partenza uno stato patrimoniale che includa poste di varia natura.

Partiamo dalla riclassificazione strutturata per scadenza e distribuiamo le diverse poste tra i singoli rami di gestione e le operazioni sul patrimonio netto. Nel fare questa distribuzione, usiamo come criterio la circostanza che la singola posta attribuita a uno specifico ramo di gestione (o alle operazioni sul patrimonio netto) possa essere movimentata soltanto da quel particolare ramo di gestione o da quelle operazioni. Si può dire che tutti i rami di gestione e le operazioni sul patrimonio netto possano far variare la liquidità, con diversi tipi di operazioni.

Per questa ragione, anche se la cassa e i conti correnti bancari possono variare per effetto della gestione tipica, considereremo queste poste come "poste comuni", in quanto queste poste possono variare anche per effetto di operazioni estranee alla gestione tipica.

Il patrimonio netto identifica un gruppo di poste comuni dal momento che anch'esso varia per effetto di tutte le operazioni di gestione e per effetto delle operazioni sul patrimonio netto, rappresentate dagli aumenti di capitale e dai dividendi.

L'insieme degli elementi patrimoniali diversi da cassa e patrimonio netto (che indicheremo con la lettera "D"), sommato al saldo di tesoreria (indicato con la lettera "T"), è uguale al patrimonio netto (indicato con la lettera "P"). $D + T = P$

Questa relazione di uguaglianza ha una grande importanza per la comprensione dei flussi di cassa. Infatti, dalla relazione $D+T=P$, si ottiene: $T = P - D$

ovvero, la tesoreria è uguale al patrimonio netto meno la somma algebrica degli elementi diversi dalla tesoreria (intesa qui come sinonimo di "cassa") e diversi dal patrimonio netto.

La relazione sopra indicata si riferisce alle quantità stock. Se di queste quantità stock consideriamo le variazioni, possiamo scrivere la stessa relazione riferendola alle quantità flusso:

$$\Delta T = \Delta P - \Delta D$$

ovvero: la variazione di tesoreria è uguale alla variazione del patrimonio netto meno la variazione della somma algebrica degli elementi diversi dalla cassa e diversi dal patrimonio netto.

La relazione sopra indicata spiega il percorso logico tracciato sopra ai punti 2, 3 e 4, trascritto qui sotto per comodità di lettura:

2. l'articolazione delle variazioni di patrimonio netto riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto;
3. l'identificazione della variazione nei gruppi di poste (o elementi) dello stato patrimoniale riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto;
4. la determinazione dei flussi di cassa riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto.

Per ogni ramo di gestione, questi flussi di cassa saranno ricavati per differenza tra le variazioni di patrimonio netto riconducibili al singolo ramo di gestione e le variazioni dei gruppi di poste dello stato patrimoniale riconducibili ai singoli rami di gestione.

Lo stesso metodo sarà applicato nella determinazione dei flussi di cassa riconducibili alle operazioni sul patrimonio netto. Infatti, il punto 2 ci porta a identificare ΔP , il punto 3 ci porta a determinare ΔD e il punto 4 ci porta a identificare ΔT , calcolato per differenza mediante l'espressione:

$$\Delta T = \Delta P - \Delta D$$

L'articolazione delle variazioni di patrimonio netto riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto presuppone la preventiva identificazione delle variazioni di patrimonio netto riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto.

L'identificazione della variazione nei gruppi di poste (o elementi) riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto non è difficile dal momento che:

- le poste relative a ogni ramo di gestione possono variare soltanto per effetto del ramo di gestione cui si riferiscono;
- le poste relative alle operazioni sul patrimonio netto possono variare soltanto per effetto delle operazioni sul patrimonio netto;

Ciò premesso, basta determinare le variazioni di tali poste per differenza tra i valori finali e i valori iniziali e ricondurre la variazione di ogni gruppo di poste all'insieme di operazioni che l'ha generata. Una volta effettuato questo passaggio, è facile procedere alla determinazione dei flussi di cassa riconducibili ai singoli rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto. Basta calcolare la differenza tra la variazione del patrimonio netto riconducibile al singolo ramo di gestione e la variazione delle poste patrimoniali appena presentata.

Così, nel caso della gestione tipica (GT), il flusso di cassa della gestione tipica, pari a:

$$\Delta TGT = \Delta PGT - \Delta DGT$$

Cioè, il flusso di cassa della gestione tipica è stato ottenuto per la differenza tra il flusso di patrimonio netto (ovvero il risultato della gestione tipica) e la variazione degli elementi patrimoniali della gestione tipica. L'identificazione dei flussi di cassa riconducibili alle singole sezioni della gestione tipica (operazioni correnti, investimenti e disinvestimenti).

	G. Corr.	Inv.	Disinv.	GEST. TIPICA	
1.1.H				es. H	31.12.H
SALDO DI TESORERIA	50	107	-1.050	410	-533
CLIENTI ORDINARI	840	489		489	1.329
RIMANENZE DI ESERCIZIO	380	40		40	420
FORNITORI ORDINARI	540	53		53	593
DEBITO IVA DA G. TIP. CORR.	0	59		59	59
POSTE DI CCN DI GT CORR.	680	417		417	1.097
CRED. DA VENDITA DI IMM.	210		140	140	350
FORNITORI DI IMPIANTI	150	-50		-50	100
POSTE CCN GT NON CORR.	60		50	140	250
POSTE DI CCN DI GT TOT.	740	417	50	140	607
IMMOB. MATERIALI LORDE	2.000		1.000	-800	200
F.DO AMM. IMM. MAT. LORDE	500	200	-300	-100	400
IMM. MATERIALI NETTE	1.500	-200	1.000	-500	300
PARTECIPAZIONI DI G. TIP.	300				300
IMMOB. NETTE G. TIP.	1.800				300
TFR	500	112			112
CAP. INV. GEST. TIPICA	2.040	105	1.050	-360	795
CLIENTI DI GEST. PATR. CORR.	40				
FORN. DI GEST. PATR. CORR.	10				
POSTE DI CCN DI GP CORR.	30				
CLIENTI G. PATR. NON CORR.	30				
FORN. G. PATR. NON CORR.	10				
POSTE DI CCN DI GP NON CORR.	20				
POSTE DI CCN DI GP TOTALE	50				
IMMOBILI GEST. PATR. LORDE	600				
F.DO AMM. IMM. G. PATRIM.	100				
IMMOBILI GEST. PATRIM. NETTI	500				
PARTECIPAZIONI DI G. PATR.	300				
ALTRE IMM. GEST. PATRIM.	300				
IMMOB. NETTE G. PATR.	1.100				
CAP. INV. GEST. PATR.	1.150				
RATE IN SCADENZA DEI MUTUI	20				
ALTRE PASS. CORR. GEST. FIN	20				
POSTE CCN G. FIN.	-40				
DEB. PREST. M/L TERM.	-1.400				
Tot. POSTE GEST. FIN.	-1.440				
ERARIO C/ CRED. IMP. SUI REDDI	0				
FONDO IMPOSTE SUL REDDITO	50				
POSTE CCN DI G. TRIBUT.	-50				
AZION. C/ALUM. CAP. SOCIALE	80				
AZIONISTI C/DIVIDENDI	20				
POSTE CCN CORREL. AL PN	60				
ELEMENTI DIV. DA CASSA E PN	1.760	105	1.050	-360	795
UTILI NON DISTRIBUITI	50				
RISERVE	260				
CAPITALE SOCIALE	1.500				
PATRIMONIO NETTO	1.810	212	50	262	

A pag. 324 del cap. 5 del libro sulla ricchezza (←), vediamo che il flusso complessivo di cassa della gestione tipica di -533 si riconduce:

- per 107 alla gestione tipica corrente, dove esso si determina per differenza tra il risultato della gestione tipica corrente, pari a 212, e l'aumento del capitale investito riconducibile alla gestione tipica corrente, pari a 105;
- per -1.050 alle operazioni di investimento, dove esso si determina per differenza tra il risultato della gestione tipica corrente, pari a 0, e l'aumento del capitale investito riconducibile alle operazioni di investimento, pari a 1.050;
- per 410 alle operazioni di disinvestimento, dove esso si determina per differenza tra il risultato della gestione tipica corrente, pari a 50, e la riduzione del capitale investito riconducibile alle operazioni di disinvestimento, pari a -360;

La rappresentazione delle determinanti dei flussi di cassa riconducibili alla gestione tipica corrente, che ricoprono un ruolo centrale nella gestione aziendale. Esaminando la composizione del reddito, abbiamo visto che ogni operazione che determina la formazione del reddito consiste in una variazione di elementi dell'attivo o del passivo, ai quali noi associamo – di riflesso – una variazione di patrimonio netto. Ai fini del calcolo dei flussi di cassa, tra le variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo che danno origine a componenti di reddito

possiamo fare una distinzione importante tra:

- variazioni di elementi dell'attivo o del passivo che sono variazioni di liquidità o che preludono a variazioni di liquidità. Ciò significa che, se questi elementi variano, al momento della loro variazione in breve tempo fa seguito una variazione di liquidità. Il caso classico è rappresentato dall'insorgere di un credito verso i clienti a seguito di un'operazione di vendita. Prescindendo da circostanze patologiche, come l'insolvenza del cliente, questa operazione prelude alla formazione di liquidità, dal momento che, entro breve tempo dal momento in cui il credito insorge, si avrà l'aumento di liquidità dovuto all'incasso del credito commerciale;
- variazioni di elementi dell'attivo o del passivo che non sono variazioni di liquidità e che non preludono alle variazioni di liquidità. Ciò significa che, se questi elementi variano, dal momento della loro variazione in breve tempo NON fa seguito una variazione di liquidità. Il caso classico è

rappresentato dalla variazione del fondo ammortamento a seguito del calcolo e della rilevazione della quota di ammortamento. Se il fondo ammortamento aumenta, si riduce il valore netto contabile dell'immobilizzazione cui si riferisce e, di riflesso, si riduce il valore del patrimonio netto. Ma, se si prescinde dagli effetti che la deduzione fiscale degli ammortamenti produce sui pagamenti relativi alle imposte sul reddito, tutto ciò non incide e non inciderà in alcun modo sulla variazione della liquidità;

Naturalmente, se vogliamo passare dalla determinazione dei flussi di patrimonio netto (reddito) alla determinazione dei flussi di cassa, il primo lavoro da fare consiste quindi nel distinguere i flussi di patrimonio netto che non hanno prodotto e che non sono destinati a produrre nel breve termine variazioni di cassa. Il tutto si riassume nella distinzione tra:

- componenti di reddito che fanno variare il capitale circolante netto (cassa +), i crediti verso i clienti (+), le rimanenze (+) e i fornitori (-), ovvero che producono variazioni al di sopra della linea orizzontale rossa rappresentata nella figura;
- componenti di reddito che non fanno variare il capitale circolante netto, ovvero che producono variazioni al di sotto della linea orizzontale rossa rappresentata nella figura.

	Vendite C.Monet. Vendite-C.Monet. Amm.ti Acc.TFR					GT Corr
	1	2	3=(1-2)	4	5	
CASSA						6=3-4
BANCHE C/C ATTIVI						5
LIQUIDITA' IMMEDIATE						
BANCHE C/C PASSIVI						
SALDO DI TESORERIA	6.211	-6.104	107	0	0	G. Corr. 107
CLIENTI ORDINARI	489		489			489
RIMANENZE DI ESERCIZIO		40	40			40
FORNITORI ORDINARI		53	53			53
DEBITO IVA DA G. TIP. CORR.		59	59			59
POSTE DI CCN DI GT CORR.	489	-72	417			417
CRED. DA VENDITA DI IMM.						
FORNITORI DI IMPIANTI						
POSTE CCN GT NON CORR.						
POSTE DI CCN DI GT TOT.	489	-72	417			417
IMMOB. MATERIALI LORDE						
F.DO AMM. IMM. MAT. LORDE				200		0
IMM. MATERIALI NETTE				-200		0
PARTECIPAZIONI DI G. TIP.						
IMMOB. NETTE G. TIP.						
TFR					112	0
CAP. INV. GEST. TIPICA	489	-72	417	-200	-112	105

Come si vede dalla grafica (←), per **capitale circolante netto (CCN)** si intende in questo caso la somma algebrica tra:

- il saldo di tesoreria, composto da cassa "+", banche c/c attivi "+" e banche c/c passivi "-" (S.TES.);
- le poste di capitale circolante netto specificamente riconducibili alla gestione tipica corrente. Queste sono rappresentate da crediti verso i clienti "+", rimanenze "+", debiti verso fornitori "-" e altre attività "+" e passività ("-") collegate alla gestione tipica corrente (CCN Spec GTC), come per esempio i crediti per IVA "+" e i debiti per IVA "-" insorti per effetto della gestione tipica corrente;

Tra queste variabili valgono le relazioni descritte di seguito:

$$CCN = S.TES. + CCN\ Spec\ GTC$$

da cui:

$$S.TES. = CCN - CCN\ Spec\ GTC$$

da cui, passando dagli stock ai flussi:

$$\Delta S.TES. = \Delta CCN - \Delta CCN\ Spec\ GTC$$

che, sviluppando $\Delta CCN\ Spec\ GTC$, diventa:

$$\Delta S.TES. = \Delta CCN - \Delta Crediti\ verso\ clienti - \Delta Rimanenze + \Delta Altre\ attivita'\ correntei + \Delta Fornitori + \Delta Altre\ passivita'\ correntei$$

Questa espressione permette di passare dalla definizione dei **flussi di CCN riconducibili al singolo ramo di gestione** alla determinazione dei **flussi di cassa riconducibili allo stesso ramo di gestione**, sottraendo la **variazione delle poste di CCN specifiche di tale ramo**. Si tratta di un passaggio analitico molto importante. Infatti, questa formula permette di passare dai singoli componenti di reddito (o dal risultato economico nel suo insieme) ai **flussi di cassa**, a condizione che:

- si operi prima il passaggio dai componenti di reddito (che rappresentano flussi di patrimonio netto) ai **flussi di CCN**;
- si operi successivamente il passaggio dai **flussi di CCN** ai **flussi di cassa**, mediante la sottrazione della **variazione delle poste di CCN specifiche dai flussi di CCN**;

Il flusso di CCN della gestione tipica corrente – costituisce l'anello di congiunzione tra:

- il risultato economico della gestione tipica corrente;
- il flusso di cassa della gestione tipica corrente.

Infatti, sottraendo dal flusso di capitale circolante netto generato dalla gestione tipica corrente le variazioni delle poste specifiche del capitale circolante netto della gestione tipica corrente si ottiene il flusso di cassa della gestione tipica corrente:

$$\begin{aligned} & \text{flusso di capitale circolante netto generato dalla gestione tipica corrente} \\ - & \text{variazioni delle poste specifiche del capitale circolante netto della gestione tipica corrente} \\ & = \text{flusso di cassa della gestione tipica corrente.} \end{aligned}$$

La relazione appena esposta si può sintetizzare anche nel modo seguente:

$$\Delta T GTC = \Delta CCN GTC - \Delta CCNspec GTC$$

- **$\Delta T GTC$** indica la **variazione di tesoreria o di cassa della gestione tipica corrente**;
- **$\Delta CCN GTC$** indica la **variazione di capitale circolante netto della gestione tipica corrente**;
- **$\Delta CCNspec GTC$** indica la **variazione delle poste di capitale circolante netto specifiche della gestione tipica corrente**;

Questa costruzione rappresenta la formazione del flusso di cassa in due tempi:

- il primo tempo, in cui si manifesta il **flusso di capitale circolante netto ($\Delta CCN GTC$)**;
- il secondo tempo, in cui il **flusso di capitale circolante netto** si converte in **flusso di cassa ($\Delta T GTC$)**, attraverso un meccanismo di trasmissione che risulta comunque condizionato dalla **variazione delle poste di capitale circolante netto della gestione tipica corrente ($\Delta CCNspec GTC$)**. Questa variazione avviene incessantemente, per effetto della formazione dei valori nuovi che si sostituiscono ai valori che si convertono in liquidità.

FLUSSI DI CASSA DELLA GESTIONE TIPICA					
FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE TIPICA CORRENTE					
	VARIAZIONI DI PATRIMONIO NETTO (PN)	VARIAZIONI DI CAPITALE CIRCOLANTE E NETTO (CCN)	VARIAZIONI DI POSTE DI CON CAPITALE CIRCOLANTE NETTO SPECIFICHE	VARIAZIONI DI CASSA	VARIAZIONI DI CASSA
				METODO DIRETTO	METODO INDIRETTO
RICAVI	6.700	6.700			
VARIAZIONI DEI CREDITI VERSO I CLIENTI			489		
VARIAZIONE DI CASSA DERIVANTE DAI RICAVI E DAI CREDITI				6.211	
COSTI DIVERSI DA AMMORTAMENTI E ACCANTONAMENTI A TFR	-6.176	-6.176			
VARIAZIONE DELLE RIMANENZE			40		
VARIAZIONE DEI DEBITI VERSO I FORNITORI			-53		
VARIAZIONE DEI DEBITI V. ERARIO PER IVA			-59		
VARIAZIONE DELLE POSTE DI CCN ASSOCIATE AGLI ACQUISTI E ALL'IVA			-72		
VARIAZIONE DI CASSA DERIVANTE DAI COSTI, DALLE RIMANENZE E DAI DEBITI IVA				-6.104	
DIFFERENZA TRA RICAVI E COSTI DIVERSI DA AMMORTAMENTI A ACC.TI AL TFR	524	524	417	107	
AMMORTAMENTI	-200				
ACCANTONAMENTI A TFR	-112				
RISULTATO DELLA GESTIONE TIPICA CORRENTE	212				212
AMMORTAMENTI					200
ACC. TI AL TFR (al netto degli utilizzi)					112
FLUSSO CON PRODOTTO DALLA GEST. TIPICA CORRENTE					524
VARIAZIONE CLIENTI ORDINARI					489
VARIAZIONE RIMANENZE					40
VARIAZIONE DEBITO IVA DA GEST. TIP. CORR.					59
VARIAZIONE FORN.					53
TOT. VAR. POSTE DEL CCN SPEC. DI GEST. TIPICA CORR.					417
FLUSSO DI CASSA GEST. TIPICA CORRENTE					107
FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE TIP. NON CORRENTE					
INVESTIMENTI					
IMPORTO TOTALE		-1.000			G. TIPICA
VARIAZIONE DI DEBITI VERSO FORNITORI DI CESPITI			-50		
FLUSSO DI CASSA DA INVESTIMENTI				-1.050	
DISINVESTIMENTI					
VALORE LORDO		800			
FONDO AMMORTAMENTO RELATIVO		300			
VALORE NETTO CONTABILE		500			
PLUSVALENZA	50	50			
VALORE DI REALIZZO		550			
VARIAZIONE DI CREDITI VERSO ACQUIRENTI DI IMMOB.			140		
FLUSSO DI CASSA DA DISINVESTIMENTI				-410	
FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE TIP. NON CORR.	50	-450	190	-640	
FLUSSI DI CASSA DELLA GESTIONE TIPICA	262	74	607	-533	

Il confronto tra la colonna delle variazioni del patrimonio netto e la colonna delle variazioni del capitale circolante netto dimostra come i flussi di capitale circolante netto della gestione tipica corrente altro non siano che i flussi di reddito esposti con due omissioni.

Le omissioni riguardano le quote di ammortamento e le quote di accantonamento al TFR che, come abbiamo visto più volte, determinano variazioni di patrimonio netto che non hanno contropartita nella variazione del capitale circolante netto, ma rispettivamente:

- nella variazione delle immobilizzazioni (nel caso della quota di ammortamento, che aumenta il valore del fondo ammortamento, riducendo di conseguenza il valore delle immobilizzazioni nette e – di riflesso – il patrimonio netto);
- nella variazione del TFR (nel caso della quota di accantonamento al TFR, che aumenta appunto il valore del debito relativo al TFR e riduce di riflesso il valore del patrimonio netto);

Si possono anche calcolare i flussi di cassa con il metodo indiretto, che partendo dal risultato economico, aggiunge ammortamenti e accantonamenti al TFR.

Infatti, partendo dal risultato economico della gestione tipica corrente, si determina il flusso di CCN della gestione tipica corrente aggiungendo gli ammortamenti e gli accantonamenti al TFR.

La stessa analisi dei flussi di cassa “in due tempi”, ovvero rilevando prima il flusso di CCN e poi, sottraendo la variazione delle poste di CCN specifiche, per ottenere il flusso di cassa è applicata agli investimenti e ai disinvestimenti.

Investimenti: flusso di Ccn della gestione tipica non corrente è = flusso di cassa della gestione tipica non corrente + flusso di Ccn specifico della gestione tipica non corrente. Si devono considerare i flussi e le poste relativi agli investimenti.

Disinvestimenti: flusso di Ccn della gestione tipica non corrente è = flusso di cassa della gestione tipica non corrente + flusso di Ccn specifico della gestione tipica non corrente.

Si devono considerare i flussi e le poste relativi ai disinvestimenti.

	GEST. TIPICA		SP Corr.	Inv.	Disinv.	GEST. PATR.		GEST. FIN.		GEST. TRIB.	TOT. GEST.		OP. sul PN		Var. totale			
	es. H	31.12.H				es. H	31.12.H	es. H	31.12.H		es. H	31.12.H	es. H	31.12.H		es. H	31.12.H	
CASSA	10	9=6					13=10									10		
BANCHE C/C ATTIVI	90	+7+					+11+									0		
LIQUIDITA' IMMEDIATE	100	8	10	11	12		12									10		
BANCHE C/C PASSIVI	50															85		
SALDO DI TESORERIA	50	-533	404	-510	630	524		264	-540	-285		160			-125	-75		
CLIENTI ORDINARI	840	489	1.329								489	1.329			489	1.329		
RIMANENZE DI ESERCIZIO	380	40	420								40	420			40	420		
FORNITORI ORDINARI	540	53	593								53	593			53	593		
DEBITO IVA DA G. TIP. CORR.	0	59	59								59	59			59	59		
POSTE DI CCN DI GT CORR.	680	417	1.097								417	1.097			417	1.097		
CRED. DA VENDITA DI IMM.	210	140	350								140	350			140	350		
FORNITORI DI IMPIANTI	150	-50	100								-50	100			-50	100		
POSTE CCN GT NON CORR.	60	190	250								190	250			190	250		
POSTE DI CCN DI GT TOT.	740	607	1.347								607	1.347			607	1.347		
IMMOB. MATERIALI LORDE	2.000	200	2.200								200	2.200			200	2.200		
F.DO AMM. IMM. MAT. LORDE	500	-100	400								-100	400			-100	400		
IMM. MATERIALI NETTE	1.500	300	1.800								300	1.800			300	1.800		
PARTECIPAZIONI DI G. TIP.	300	0	300								0	300			0	300		
IMMOB. NETTE G. TIP.	1.800	300	2.100								300	2.100			300	2.100		
TFR	500	112	612								112	612			112	612		
CAP. INV. GEST. TIPICA	2.040	795	2.835								795	2.835			795	2.835		
CLIENTI DI GEST. PATR. CORR.	40	0	40								0	40			0	40		
FORN. DI GEST. PATR. CORR.	10	0	10								0	10			0	10		
POSTE DI CCN DI GP CORR.	30	0	30								0	30			0	30		
CLIENTI G. PATR. NON CORR.	30		770								770	800			770	800		
FORN. G. PATR. NON CORR.	10		290								290	300			290	300		
POSTE DI CCN DI GP NON CORR.	20		-290								480	500			480	500		
POSTE DI CCN DI GP TOTALE	50	0	-290	770	480	500	530				480	530			480	530		
IMMOBILI GEST. PATR. LORDI	600		800	-300	500	1.100					500	1.100			500	1.100		
F.DO AMM. IMM. G. PATRIM.	100	50	-50	0	100						0	100			0	100		
IMMOBILI GEST. PATRIM. NETTI	500	-50	800	-250	500	1.000					500	1.000			500	1.000		
PARTECIPAZIONI DI G. PATR.	300		0	300							0	300			0	300		
ALTRE IMM. GEST. PATRIM.	300		0	300							0	300			0	300		
IMMOB. NETTE G. PATR.	1.100	-50	800	-250	500	1.600					500	1.600			500	1.600		
CAP. INV. GEST. PATR.	1.150	-50	510	520	980	2.130					980	2.130			980	2.130		
RATE IN SCADENZA DEI MUTUI	20							180	200		180	200			180	200		
ALTRE PASS. CORR. GEST. FIN.	20							0	20		0	20			0	20		
POSTE CCN G. FIN.	-40							-180	-220		-180	-220			-180	-220		
DEB. PREST. M/L TERM.	-1.400							-300	-1.700		-300	-1.700			-300	-1.700		
Tot. POSTE GEST FIN.	-1.440							-480	-1.920		-480	-1.920			-480	-1.920		
ERARIO C/CRED. IMP. SUI REDDI	0							0	0	0	0	0			0	0		
FONDO IMPOSTE SUL REDDITO	50							269	319	269	319				269	319		
POSTE CCN DI G. TRIBUT.	-50							-269	-319	-269	-319				-269	-319		
AZION. C/ALM. CAP. SOCIALE	80										120	200	120	200				
AZIONISTI C/DIVIDENDI	20										180	200	180	200				
POSTE CCN CORREL. AL PN	60										-60	0	-60	0				
ELEMENTI DIV. DA CASSA E PN	1.760	795	2.835	-50	510	520	980	2.130	-480	-1.920	-269	-319	1.026	2.726	-60	0	966	2.726
UTILI NON DISTRIBUITI	50														541	591		
RISERVE	260														0	260		
CAPITALE SOCIALE	1.500														300	1.800		
PATRIMONIO NETTO	1.810	262	-354	1.150	1.504	-216	-809	741	100	841	2.651							

Esempio:

- per quanto riguarda gli investimenti, a un flusso di CCN della gestione tipica non corrente pari a -1.000 corrisponde un flusso di cassa di -1.050, dal momento che la variazione dei debiti verso i fornitori di cespiti (posta di Ccn specifica della gestione tipica non corrente lato investimenti) è pari a -50;
- per quanto riguarda i disinvestimenti, il flusso di CCN della gestione tipica non corrente è pari a +550 (corrispondente al prezzo di cessione dei cespiti, pari al valore netto contabile di 500, maggiorato di una plusvalenza di 50);

A questo flusso corrisponde un flusso di cassa di +410 dal momento che la variazione dei crediti (posta di ccn specifica della gestione tipica non corrente lato disinvestimenti) verso acquirenti di immobili è pari a 140 (410=550-140). Ciò determina una riduzione delle entrate dovuta al fatto che una frazione del prezzo di cessione sarà incassata in un secondo tempo.

La rappresentazione delle determinanti dei flussi di cassa riconducibili agli altri rami di gestione e alle operazioni sul patrimonio netto, illustrando anche in questi casi il significato che può essere attribuito ai flussi di ccn. Si può usare la stessa tecnica di lettura presentata per la gestione tipica nell'analisi della gestione patrimoniale.

Osserviamo dall'ultima riga che la gestione patrimoniale corrente determina un flusso di patrimonio netto (reddito). Poiché una parte di questa variazione di patrimonio netto deriva dalla quota di ammortamento (pari a 50), mentre le poste specifiche di CCN della gestione patrimoniale corrente sono inalterate, la variazione di cassa derivante dalla gestione patrimoniale corrente è pari a 404 (=354-(-50)). La gestione degli investimenti, invece, non incide sul patrimonio netto, ma produce un aumento di capitale investito pari a 510.

Essa determina quindi un flusso di cassa negativo per 510, sempre secondo la solita equazione: $\Delta T = \Delta P - \Delta D$, dove il primo termine indica il flusso di cassa, il secondo la variazione di patrimonio netto e il terzo la variazione delle poste diverse dalla cassa e dal patrimonio netto.

La stessa operazione di investimento si presta a essere letta mediante il ricorso ai flussi di capitale circolante netto e alle variazioni nella composizione dei flussi di CCN.

In questo caso, all'aumento delle immobilizzazioni corrisponde un flusso negativo di CCN della gestione patrimoniale non corrente. Ciò significa che, per acquistare le immobilizzazioni, si deve procedere alternativamente:

- al pagamento immediato (e in questo caso si riduce la cassa);
- al pagamento differito (e in questo caso aumentano i debiti di fornitura);

In entrambi i casi, si riduce il capitale circolante netto, composto dalla cassa "+" e dai crediti verso acquirenti di cespiti "+", dai debiti verso fornitori di cespiti "-" e da altre attività "+" e passività "-" collegate alla gestione patrimoniale non corrente. Non solo. Se non vi fosse il diaframma rappresentato dalla variazione dei debiti di fornitura della gestione patrimoniale non corrente, il flusso negativo di cassa sarebbe pari a -800. La presenza di un aumento del debito di fornitura attenua gli impatti dell'investimento sul flusso di cassa mediante la relazione descritta in precedenza, applicata in questo caso alla gestione patrimoniale non corrente.

$$\Delta T \text{ GPNC/I} (-510) = \Delta \text{CCN GPNC/I} (-800) - \Delta \text{CCNspec GPNC/I} (-290)$$

dove l'estensione "/I" indica che si tratta del ramo della gestione patrimoniale non corrente relativo agli investimenti.

La gestione dei disinvestimenti, invece, incide sul patrimonio netto per effetto delle plusvalenze, determinando una variazione positiva di patrimonio netto (il risultato della gestione tipica non corrente lato disinvestimenti) pari a 1.150.

Inoltre, essa dà origine a una riduzione di capitale investito, pari al valore netto contabile dei cespiti dismessi, ovvero pari alla differenza tra il relativo valore lordo (300) e il relativo fondo ammortamento (50). Tale differenza è pari a 250 (=300-50).

Ma la variazione del capitale investito innescata dal disinvestimento non è composta soltanto dalla variazione delle immobilizzazioni materiali nette, in quanto essa risente anche della variazione delle poste di CCN della gestione patrimoniale non corrente. Queste aumentano di 770, per effetto dell'aumento del credito nei confronti degli acquirenti della gestione patrimoniale corrente, che hanno acquistato un immobile ma non hanno pagato immediatamente. Sommata alla riduzione indicata sopra, questa variazione produce un aumento di capitale investito pari a 520.

Essa determina quindi un flusso di cassa positivo per 630, sempre secondo la solita equazione:

$$\Delta T \text{ GPNC/D} (630) = \Delta P \text{ GPNC/D} (1.150) - \Delta D \text{ GPNC/D} (520)$$

dove il primo termine indica il flusso di cassa, il secondo la variazione di patrimonio netto e il terzo la variazione delle poste diverse dalla cassa e dal patrimonio netto, mentre l'estensione "/D" indica le operazioni di disinvestimento della gestione patrimoniale non corrente.

La stessa operazione di investimento si presta a essere letta mediante il ricorso ai flussi di capitale circolante netto e alle variazioni nella composizione dei flussi di CCN. In questo caso, alla somma tra la plusvalenza e il valore netto contabile dei cespiti ceduti corrisponde un flusso positivo di CCN della gestione tipica non corrente pari a 1.400 (1.150+250, quanto incassato). Il che significa che, se non vi fosse il diaframma rappresentato dalla variazione dei crediti nei confronti degli acquirenti degli immobili della gestione patrimoniale non corrente, il flusso di cassa positivo sarebbe pari a 1.400. La presenza di un aumento dei crediti nei confronti degli acquirenti degli immobili attenua gli impatti del disinvestimento sul flusso di cassa mediante la relazione descritta in precedenza, applicata in questo caso alla gestione patrimoniale non corrente.

$$\Delta T GPNC/D (630) = \Delta CCN GPNC/D (1.400) - \Delta CCNspec GPNC/D (-770)$$

	VARIAZIONI DI PATRIMONIO NETTO (PN)	VARIAZIONI DI CAPITALE CIRCOLANTE E NETTO (CCN)	VARIAZIONI DI POSTE DI CCN CAPITALI CIRCOLANTE NETTO SPECIFICHE	VARIAZIONI DI CASSA	VARIAZIONI DI CASSA
				METODO DIRETTO	METODO INDIRETTO
FLUSSO DI CASSA DELLA GEST. PATRIMONIALE					
FLUSSO DI CASSA DELLA GEST. PATRIMONIALE CORRENTE					
PROVENTI FINANZIARI CORRENTI	4	4			
PROVENTI DA LOCAZIONE IMMOBILI	500	500			
TOTALE PROVENTI DA GESTIONE PATRIMONIALE	504	504			
COSTI DI MANUTENZIONE ORDINARIA	100	100			
AMMORTAMENTI	50				
ONERI DELLA GESTIONE PATR. LE DIVERSI DAGLI AM	100	100			
DIFFERENZA TRA PROVENTI E ONERI DIVERSI DA					
AMMORTAMENTI A ACC.TI AL TFR	404	404	0	404	
AMMORTAMENTI	50				
RISULTATO DELLA GESTIONE PATRIMONIALE CORRENTE	354				354
AMMORTAMENTI					50
FLUSSO DI CCN PRODOTTO DALLA GEST. PATR. CORR.					404
VAR. CRED. VERSO CLIENTI DELLA GEST. PATR. CORR.					0
VAR. DEB. VERSO FORN. DELLA GEST. PATR. CORR.					0
VARIAZIONE DEL CCN DELLA GEST. PATR. CORR.					0
FLUSSO DI CASSA DELLA GEST. PATR. CORRENTE					404
FLUSSO DI CASSA GEST. PATR. NON CORRENTE					
INVESTIMENTI					
FLUSSO DI CCN DERIVANTE DA INVESTIMENTI		-800			
VAR. DEBITI VERSO FORNITORI DI IMPIANTI			290		
FLUSSO DI CASSA DERIVANTE DA INVESTIMENTI				-510	
DISINVESTIMENTI					
VALORE LORDO		300			
FONDO AMMORTAMENTO RELATIVO		50			
VALORE NETTO CONTABILE		250			
PLUSVALENZA	1.150	1.150			
VALORE DI REALIZZO		1.400			
VARIAZIONE DI CREDITI VERSO ACQUIRENTI DI IMMOB.			770		
FLUSSO DI CASSA DA DISINVESTIMENTI	1.150	600	1.060	630	
FLUSSO DI CASSA GEST. PATR. NON CORRENTE	1.150	600	480	120	
FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE PATRIM	1.504	1.004	480	524	

Gli altri rami di gestione e le operazioni sul patrimonio netto sono relativamente più semplici.

La gestione finanziaria presenta:

- una variazione di PN pari a -216;
- una variazione delle altre poste diverse dal PN e dalla liquidità pari a -480;
- una variazione di cassa determinata per effetto della relazione tra variazione di cassa, variazione di patrimonio netto e variazione delle poste diverse dal patrimonio netto e dalla liquidità di +264:

$$\Delta T GF (+264) = \Delta P GF (-216) - \Delta D GF (-480)$$

La rappresentazione dei flussi di cassa della gestione finanziaria fondata sulle variazioni di capitale circolante netto presenta invece:

- **una variazione di capitale circolante netto negativa, derivante dal risultato economico, pari a -216.** Nel caso della gestione finanziaria, infatti, non essendo previste quote di ammortamento, l'intero risultato economico si riflette in una riduzione di CCN;
- **una variazione positiva del CCN** derivante dall'aumento netto dei debiti a medio- lungo termine (500) al netto delle riduzioni dei debiti a medio lungo termine (200). **La variazione positiva netta è pari a 300 (500-200);**
- **una variazione totale del CCN**, ottenuta sommando la variazione positiva derivante dall'aumento netto dei debiti a medio-lungo termine (300) e la variazione negativa derivante dagli oneri finanziari (-216) **pari complessivamente a 84 (=300-216);**
- **una variazione di cassa della gestione finanziaria positiva per 264**, determinata per differenza tra la **variazione di capitale circolante netto della gestione finanziaria (+84)** e la **variazione delle poste di capitale circolante netto specifiche della gestione finanziaria, pari a 180:**

$$\Delta T GF (+264) = \Delta CCN GF (84) - \Delta CCNspec GF (-180)$$

La gestione tributaria presenta:

- una variazione di patrimonio netto pari a -809;
- una variazione delle altre poste diverse dal patrimonio netto e dalla liquidità pari a -269;
- una variazione di cassa determinata per effetto della relazione tra variazione di cassa, variazione di patrimonio netto e variazione delle poste diverse dal patrimonio netto e dalla liquidità di 540:

$$\Delta T \text{ GTRIB } (-540) = \Delta P \text{ GTRIB } (-809) - \Delta D \text{ GTRIB } (-269)$$

La rappresentazione dei flussi di cassa della gestione tributaria fondata sulle variazioni di capitale circolante netto presenta invece:

- **una variazione di capitale circolante netto negativa, derivante dal risultato economico, pari a -809.** Nel caso della gestione tributaria, infatti, non essendo previste quote di ammortamento, l'intero risultato economico si riflette in una riduzione di CCN;
- **una variazione negativa del CCN derivante dall'aumento del fondo imposte (269);**
- una **variazione di cassa pari a -540**, determinata per differenza tra la **variazione di capitale circolante netto della gestione tributaria (-809)** e la **variazione delle poste di capitale circolante netto specifiche della gestione tributaria, pari a -269:**

$$\Delta T \text{ GTRIB } (-540) = \Delta \text{CCN GTRIB } (-809) - \Delta \text{CCNspec GTRIB } (-269)$$

Le operazioni sul patrimonio netto presentano:

- una variazione di patrimonio netto pari a +100 (derivante dalla differenza tra gli aumenti di capitale (300) e i dividendi deliberati (200));
- una variazione delle altre poste diverse dal patrimonio netto e dalla liquidità pari a -60;
- una variazione di cassa determinata per effetto della relazione tra variazione di cassa, variazione di patrimonio netto e variazione delle poste diverse dal patrimonio netto e dalla liquidità di 160:

$$\Delta T Op PN (160) = \Delta P Op PN (100) - \Delta D Op PN (-60)$$

La rappresentazione dei flussi di cassa derivanti dalle operazioni sul patrimonio netto fondata sulle variazioni di capitale circolante netto presenta invece:

- **una variazione di capitale circolante netto positiva (derivante dalla somma algebrica degli aumenti di capitale e dei dividendi) pari a 100;**
- una **variazione negativa del CCN specifico delle operazioni sui mezzi propri (pari a -60)** derivante dalla somma algebrica dell'aumento dei crediti per aumento del capitale sociale (+120) e dall'aumento dei debiti per dividendi in corso di distribuzione (+180): -60=120-180;
- una **variazione di cassa derivante dalle operazioni sul patrimonio netto pari a +160**, determinata per differenza tra la **variazione di capitale circolante netto delle operazioni sul patrimonio netto (+100)** e la **variazione delle poste di capitale circolante netto specifiche delle operazioni sul patrimonio netto, pari a -60:**

$$\Delta T Op PN (160) = \Delta \text{CCN Op PN } (100) - \Delta \text{CCNspec Op PN } (-60)$$

Al temine di questa analisi dedicata all'articolazione dei flussi di cassa per rami di gestione e per le operazioni sul patrimonio netto, può essere utile illustrare il raccordo tra l'analisi svolta finora e i criteri di analisi dei flussi finanziari riconducibili:

- all'OIC n. 10, ovvero al principio contabile che definisce il riferimento attuale per la costruzione del rendiconto finanziario delle aziende italiane che non optano per l'adozione dei principi contabili internazionali (IFRS);
- ai flussi di posizione finanziaria netta (o PFN), ancora poco diffusi, ma comunque altamente significativi, in quanto capaci di concentrarsi su una variabile risultato non condizionata dalla politica di indebitamento della società e capace quindi di esprimere, il solo effetto della gestione "industriale" e delle operazioni sul patrimonio netto;

RACCORDO TRA I FLUSSI DI TESORERIA ARTICOLATI PER RAMO DI GESTIONE E OPERAZIONI SUL PATRIMONIO NETTO E I FLUSSI DI CASSA EX OIC 10							RISORSA FINANZIARIA DI RIFERIMENTO: TESORERIA LIQUIDITA' PFN		
I FLUSSI DI PFN	I FLUSSI DI CASSA EX OIC 10						CASSA + C/C ATTIVI - C/C PASSIVI	CASSA + C/C ATTIVI	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (LIQUIDITA' - DEB. FN.)
	G. TIPICA	G. PATR.	G. FIN.	G. TRIB.	TOT. GEST.	OP. FN			
RISULTATO DELLA GESTIONE REDDITUA	212	354	-196	-809	-439				
AMMORTAMENTI	200	50			250				
ACC. TI. AL TER (al netto degli utilizzi)	112				112				
FLUSSO CON DELLA GEST. REDDITUALE	524	404	-216	-809	-97				
VARIAZIONE CLIENTI ORDINARI	489	0		0	489				
VARIAZIONE RIMANENZE	40				40				
VARIAZIONE DEBITO IVA DA GEST. TIP. CORR.	59				59				
VARIAZIONE FORN.	53	0			53				
VAR. POSTE CON DI GEST. TIPICA CORR.	417	0		0	417				
VAR. POSTE CON DELLA GESTIONE PATR. CORR.									
VAR. POSTE CON DELLA GEST. TRIB. CORR.				-269	-269				
VAR. POSTE CON DELLA GEST. REDDITUALE	417	0	0	-269	148				
FLUSSO DELLA GESTIONE REDDITUALE	107	404	-216	-540	-245	-245	-245	-245	
FLUSSO DA INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI									
INVESTIMENTI									
IMPORTO TOTALE	-1.000	-800			-1.800	-1.800			
VAR. DEBITI VERSO FORNITORI DI CESPITI	-50	290			240	240			
FLUSSO DA INVESTIMENTI	-1.050	-510			-1.560	-1.560	-1.560	-1.560	
DISINVESTIMENTI									
VALORE LORDO	800	300			1.100	1.100			
FONDO AMMORTAMENTO RELATIVO	300	50			350	350			
VALORE NETTO CONTABILE	500	250			750	750			
PLUSVALENZA	50	1.150			1.200	1.200			
VALORE DI REALIZZO	550	1.400			1.950	1.950			
VAR. CREDITI VERSO ACQUIRENTI DI IMMOB.	140	770			910	910			
FLUSSO DA DISINVESTIMENTI	410	630			1.040	1.040	1.040	1.040	
FLUSSO DA INVESTIMENTI E DISINV.	-640	120			-520	-520	-520	-520	
FLUSSO PRIMA DELLE OPERAZ. FIN. RIE	-533	524	-216	-540	-765	-765	-765	-765	
FLUSSO DELLA GESTIONE FINANZIARIA			480		480	480	515		
FLUSSO DALLE OPERAZIONI SUL PATRIMONIO NETTO					160	160	160	160	
FLUSSO DELLE OPERAZ. FINANZIARIE			480		480	160	640	160	
FLUSSO TOTALE	-533	524	264	-540	-285	160	-125	-90	
CASSA	VAL. INIZIALI	VARIAZIONI	VAL. FINALI						
BANCHE C/C ATTIVI	90	-90	0						
LIQUIDITA' IMMEDIATE	100	-90	10						
BANCHE C/C PASSIVI	20	15	35						
SALDO DI TESORERIA	50	-125	-75						
DEBITI A MEDIO-LUNGO	-1.440	-480	-1.920						
RIS. FINAN. NETTA	-1.380	-605	-1.985						

Per capire le differenze, conviene partire dall'analisi del prospetto comparativo (←), che presenta in successione, nelle ultime tre colonne a destra:

- i flussi di tesoreria descritti finora. Nel testo che precede questi flussi sono stati indicati come "flussi di cassa". Tuttavia, nelle pagine che seguono, orientate al confronto con i flussi basati su altre risorse finanziarie di riferimento, li indicheremo come "flussi di tesoreria", intendendo per "tesoreria" la somma algebrica di cassa (+), conti correnti bancari attivi (+) e conti correnti bancari passivi (-), espressione quest'ultima riassuntiva di tutti i debiti a breve verso le banche;
- i flussi di liquidità, espressi secondo l'OIC 10;
- i flussi di posizione finanziaria netta;

Il raccordo tra il tracciato sviluppato finora (flussi di tesoreria) e i flussi di cassa ex OIC

presuppone:

- il trasferimento degli oneri finanziari della gestione finanziaria corrente e non corrente nelle gestione reddituale;
- l'aggregazione della gestione tipica corrente, della gestione patrimoniale corrente, della gestione finanziaria (corrente e non corrente) e della gestione tributaria (corrente e non corrente) nell'ambito della gestione reddituale;
- l'aggregazione della gestione tipica non corrente e della gestione patrimoniale non corrente nell'ambito della gestione degli investimenti e dei disinvestimenti;
- la scelta di una risorsa finanziaria di riferimento diversa, in quanto configurata escludendo i debiti a breve termine verso le banche (indicati sinteticamente con l'espressione banca c/c passivi), che sono invece inclusi nell'ambito del saldo di tesoreria. Ciò comporta che le variazioni

dei debiti a breve termine verso le banche siano esclusi dalla variabile risultato (cioè dal flusso di liquidità spiegato dal rendiconto finanziario);

- un risultato complessivo differente, dal momento che l'esclusione della variazione dei debiti a breve termine verso le banche dalla variabile risultato fa sì che la variazione della risorsa finanziaria di riferimento sia differente;

Il raccordo tra i flussi di tesoreria e i flussi di posizione finanziaria netta presuppone:

- la scelta di una risorsa finanziaria di riferimento diversa, in quanto configurata includendo tutti i debiti finanziari e non solo i debiti finanziari a breve termine. La variazione rispetto al tracciato basato sulla tesoreria è rappresentata dal fatto che i debiti finanziari a medio lungo termine sono inclusi nella risorsa finanziaria di riferimento e, di conseguenza, le loro variazioni fanno parte della variabile risultato (il flusso di posizione finanziaria netta);
- una variazione della variabile risultato differente, dal momento che l'inclusione della variazione dei debiti finanziari a medio-lungo termine nella variabile risultato (il flusso di PFN) fa sì che la variazione della risorsa finanziaria di riferimento (la PFN) sia differente rispetto al flusso di tesoreria;

Una volta chiarite le differenze, proviamo a chiederci quali di queste tre variabili di riferimento sia più significativa. Anche se in tutto il mondo prevale ampiamente la preferenza per i flussi di liquidità, non vi è dubbio che la struttura dei flussi finanziari basata sulla posizione finanziaria netta si impervi su una risorsa di riferimento e su una variabile risultato di interpretazione più immediata.

Questo significa che:

- la lettura di un miglioramento della PFN di 1.000 significa che alla fine del periodo l'azienda gode di una situazione finanziaria migliore di quella di cui godeva all'inizio del periodo;
- la lettura di un miglioramento della liquidità di 1.000 non significa necessariamente che alla fine del periodo l'azienda goda di una situazione finanziaria migliore di quella di cui godeva all'inizio: infatti, se nello stesso periodo i debiti finanziari a breve termine fossero aumentati di 100.000, l'azienda avrebbe:
 - saldo di tesoreria complessivamente peggiorato di 99.000;
 - debiti finanziari netti (ovvero espressi al netto della liquidità) nei confronti delle banche complessivamente aumentati di 99.000;

È vero che i peggioramenti del saldo di tesoreria e dei debiti finanziari netti sarebbero comunque facilmente intercettabili dall'analisi della situazione patrimoniale, o dalla lettura dei flussi di liquidità riconducibili alla gestione finanziaria. Tuttavia, se discutiamo dell'immediatezza di interpretazione della variabile risultato, non vi è dubbio che il risultato complessivo della variazione dei debiti finanziari netti sia complessivamente migliore.

Completata la descrizione tecnica dei flussi di cassa, è utile sviluppare qualche breve riflessione di sintesi sulla sua utilità e sulla sua importanza. L'analisi dei flussi di cassa, anche quando riferita al passato, è certamente più utile dell'analisi degli indicatori in sede di valutazione della liquidità e della solidità patrimoniale. Infatti, l'analisi dei flussi di cassa può permettere di capire il modo in cui la gestione tende a generare risorse liquide, obiettivo che è al centro dell'attenzione per qualsiasi lettore del bilancio e per qualsiasi destinatario delle informazioni finanziarie periodiche.

Quale sia la capacità di produrre liquidità è la prima domanda che si ponga un creditore che aspiri a

incassare il proprio credito. Ma i flussi di cassa non interessano soltanto al creditore o a chi cerchi di valutare il “merito del credito”. La produzione di flussi di cassa è anche al centro della capacità di generare valore per gli azionisti. Infatti, nonostante le difficoltà tecniche che questo genere di analisi prospetta per l’analista esterno, gli investitori che operano sul mercato hanno più interesse nelle variazioni dei flussi di liquidità, che nei risultati economici. Questo sia perché il metodo di valutazione fondato sui flussi di cassa è riconosciuto come il più “razionale”, sia perché i flussi di cassa non si prestano agli esercizi di “earning management”, che a volte sono impiegati per “condizionare”, o “gestire”, i risultati economici. La cassa è la cassa.

Terza parte – ARIANNA

LA DIMENSIONE ECONOMICO-FINANZIARIO NEL GOVERNO DELL’IMPRESA - RUSSO PAOLO -

CAPITOLO 1 – La gestione e le altre operazioni: i criteri di analisi

Nel governo dell’impresa, l’analisi economico-finanziaria occupa una posizione centrale. Il processo decisionale appare costretto tra due esigenze:

- Necessità di assumere le decisioni aziendali più importanti (ispirandosi in gran parte all’intuito);
- Il bisogno di fondare le proprie decisioni su info di natura quantitativa.

L’analisi economico-finanziaria ha la funzione di offrire un supporto per le decisioni di gestione.

Dato che la gestione può essere articolata in + sottoinsiemi di operazioni relativamente autonomi p.e. operazioni di acquisto, trasformazione, sviluppo di un prodotto, per le quali si possono calcolare risultati economici parziali, vediamo delle definizioni.

In primis, è opportuno inquadrare il concetto di gestione nell’ambito dell’“amministrazione economica” di impresa e precisare la differenza tra gestione e le altre operazioni che solitamente costituiscono oggetto di rilevazione.

L’amministrazione economica vista come il complesso di azioni coordinate degli organi dell’azienda per il suo esercizio, si svolge in tre momenti quali

- Gestione;
- Organizzazione;
- Rilevazione;

Dobbiamo distinguere tra

- Gestione;
- Operazione sui mezzi propri e operazioni di rivalutazione;

→ distinzione che è utile per inquadrare l’analisi e la rappresentazione dei valori correlati a ognuno degli insiemi di operazioni indicati.

Definizione di gestione: all’interno della definizione vengono esclusi tutti gli interventi sui mezzi propri che si sostanziano in conferimenti in denaro o in natura da parte dei soci, le operazioni di