

Appunti di Economia

Capitolo 8 – Analisi di bilancio

<i>Introduzione</i>	2
GLI INDICI DI BILANCIO	2
<i>Classificazione</i>	2
<i>Indici finanziari</i>	3
Indici (finanziari) patrimoniali.....	3
Indebitamento ed indipendenza finanziaria	3
Copertura delle immobilizzazioni.....	4
Garanzia dei debiti a medio-lungo termine.....	5
Rapporto tra ammortamenti ed immobilizzazioni materiali e immateriali.....	5
Indici di ripartizione delle passività a differente esigibilità.....	6
Indici di ripartizione delle attività a differente esigibilità.....	6
Indici di liquidità: current ratio e quick ratio.....	6
Indici (finanziari) operativi.....	7
Dilazione dei crediti (verso clienti)	7
Dilazione dei debiti (verso i fornitori)	8
Copertura delle scorte	8
Rapporti di rotazione	9
<i>Indici di redditività</i>	9
Turnover del capitale investito.....	11
Turnover del capitale circolante.....	11
Turnover dell'attivo circolante.....	11
Indice ROI	12
Indice ROA	13
Indici ROI e ROA netti.....	13
Indice ROE.....	14
Indice ROD	14
<i>L'effetto della leva finanziaria: ROI, ROD e ROE</i>	15
ANALISI DEI FLUSSI FINANZIARI.....	16
<i>Introduzione</i>	16
<i>Il rendiconto finanziario</i>	17
Incrementi di risorse finanziarie	19
Flusso di cassa operativo.....	19
Flusso di cassa totale	20
Riduzioni di risorse finanziarie	20
Flusso di cassa totale e attività ed impieghi correnti.....	20
Prospetto riepilogativo	21
<i>Principali considerazioni sui flussi finanziari</i>	22
Variazioni di fonti ed impieghi di breve termine.....	25

Introduzione

L'analisi di bilancio consiste nella valutazione, attraverso l'esame delle diverse voci riportate sia nello **stato patrimoniale** sia nel **conto economico**, della situazione patrimoniale e finanziaria di una impresa e della sua capacità di produrre reddito.

E' ovvio che questo presuppone l'uso di alcuni **criteri** atti a rendere particolarmente significativi, ai fini dell'analisi, i dati rilevati dal bilancio d'esercizio. Spesso si rende infatti necessaria una opera di **riclassificazione** dei dati di bilancio: ad esempio, con riferimento allo stato patrimoniale, viene spesso operata la **suddivisione finanziaria** delle attività (o impieghi) in *beni correnti* e *beni fissi*, oppure quella delle *passività* (o fonti di finanziamento) in *debiti correnti* e *debiti a medio-lungo termine*; nel conto economico, invece, diviene spesso necessaria l'individuazione di alcuni risultati parziali come il *marginale operativo lordo* e dell'*utile operativo*. Quando le voci cui si è interessati non compaiono esplicitamente nel bilancio, bisogna necessariamente ricavarle, operando la suddetta riclassificazione.

Uno degli strumenti principali dell'analisi di bilancio è l'utilizzo di particolari **indici di bilancio**, ossia di particolari rapporti tra voci che compaiono nello stato patrimoniale e nel conto economico: la definizione di tali rapporti consente infatti di evidenziare particolari aspetti della gestione dell'impresa.

Gli indici di bilancio sono inoltre importanti in quanto, più delle singole voci, consentono di effettuare semplici **comparazioni tra bilanci**: talvolta vengono confrontati bilanci di diverse aziende ma relativi allo stesso esercizio, oppure, in seno alla stessa azienda, vengono confrontati bilanci relativi ad esercizi successivi. Tutti questi confronti sono facilitati dall'uso degli indici di bilancio.

Insieme agli indici di bilancio, vengono infine analizzati anche i cosiddetti **flussi finanziari**.

Gli indici di bilancio

Classificazione

Come detto, gli indici di bilancio sono rapporti tra particolari voci o raggruppamenti di voci dello stato patrimoniale e del conto economico (1).

Questi indici possono riguardare diversi aspetti dell'impresa. In questo contesto, noi consideriamo solo due grandi categorie di indici:

- **indici finanziari**: sono i rapporti indicativi della composizione e della gestione delle risorse finanziarie dell'impresa. Sono a loro volta divisi in *indici patrimoniali* e *indici operativi*;
- **indici di redditività**: sono i rapporti indicativi dell'efficienza economica con cui viene realizzata l'attività imprenditoriale.

¹ Dovendo eseguire dei rapporti al fine di ottenere dei valori adimensionali, è ovvio che le voci confrontate devono essere omogenee

Indici finanziari

Gli **indici finanziari** sono usati per due scopi essenziali:

- esaminare la ripartizione delle risorse finanziarie all'interno del patrimonio dell'impresa, al fine di valutare la solidità patrimoniale dell'impresa stessa e la sua capacità (detta anche **solvibilità**) di far fronte a eventuali debiti di breve periodo;
- esaminare l'utilizzo che l'azienda fa dei mezzi finanziari, in particolare quelli a breve termine, nel processo produttivo.

Gli indici finanziari si dividono in **patrimoniali** ed **operativi**.

Indici (finanziari) patrimoniali

Questi indici confrontano alcune voci dello stato patrimoniale al fine di analizzare le fonti di finanziamento (passività) e gli impieghi (attività) adoperati dall'impresa. Generalmente, l'applicazione di questi indici presuppone che le voci dello stato patrimoniale siano classificate secondo il **criterio finanziario**, ossia nel modo seguente:

- 1) **fonti di finanziamento** (o *passività*), a loro volta divise in
 - **capitale netto** (o *capitale di rischio* o *patrimonio netto*);
 - **passività** (o *capitale di credito*), a breve termine o a medio-lungo termine;
- 2) **impieghi** delle fonti di finanziamento (o *attività*), a loro volta divisi in
 - **attivo circolante** (dette anche *attività correnti* o *a breve termine*);
 - **immobilizzazioni** (dette anche *attività fisse* o *a lungo termine*).

E' anche opportuno ricordare che alcuni **fondi di accantonamento** (come ad esempio il *fondo di trattamento di fine rapporto* o quello di *quiescenza*) possono essere considerati come delle *passività di lungo termine*, mentre altri fondi (come il *fondo imposte*) possono essere considerati *passività di breve termine*. Per quanto riguarda, invece, i *fondi correttivi dell'attivo* (come ad esempio l'*ammortamento*) devono essere direttamente sottratti alle rispettive attività ⁽²⁾.

Premesso tutto questo, possiamo andare ad esaminare i vari indici patrimoniali.

Indebitamento ed indipendenza finanziaria

Si definisce **indebitamento** il rapporto tra il totale delle passività (includendo cioè solo il capitale di credito e non il patrimonio netto) ed il capitale totale investito:

$$\text{indebitamento} = \frac{\text{capitale di credito}}{\text{capitale totale investito}}$$

² Ricordiamo infatti che le norme CEE stabiliscono che i *fondi correttivi dell'attivo* (tipico caso è l'*ammortamento*) debbano essere riportati direttamente in corrispondenza delle attività di riferimento, riportandone cioè sia il valore lordo sia quello netto. In alternativa, è possibile riportare le attività in questione direttamente al netto dei fondi correttivi, dei quali si possono dare delucidazioni nell'allegato.

Si ha in questo modo una misura di quanta parte del capitale di credito contribuisce a formare il capitale totale della società

Analogamente, si definisce **indipendenza finanziaria** il rapporto tra il patrimonio netto ed il capitale totale investito:

$$\text{indipendenza finanziaria} = \frac{\text{capitale netto}}{\text{capitale totale investito}}$$

Si ha in questo modo una misura di quanta parte del capitale di rischio contribuisce a formare il capitale totale della società

E' ovvio che la somma dei due indici deve risultare unitaria (si dice che i due indici sono **complementari**), dato che il capitale totale (cioè il totale della colonna del PASSIVO nello stato patrimoniale) è appunto pari alla somma del capitale di credito e del capitale netto. Generalmente, l'indebitamento si aggira sul 33% (per cui il capitale di credito è 1/3 del totale), per cui l'indipendenza finanziaria è del 66% (2/3 del totale).

E' intuitivo comprendere il significato di questi indici:

- valori troppo bassi dell'indice di indipendenza finanziaria (sottocapitalizzazione dell'azienda) significano che la gran parte del capitale è costituita dal patrimonio netto, ossia che l'azienda potrebbe non avere autonomia finanziaria necessaria per effettuare investimenti. Questo comporterebbe anche la difficoltà di ottenere **finanziamenti**, in quanto i *finanziatori* potrebbero ritenere rischioso il prestito a fronte delle scarse garanzie offerte;
- valori troppo bassi dell'indice di indebitamento (sovracapitalizzazione), invece, indicano che l'impresa, a fronte di una elevata autonomia finanziaria, ha un poco efficiente utilizzo delle capacità e delle risorse aziendali, il che va ancora una volta a scapito dell' "affidabilità" dell'azienda stessa presso gli eventuali finanziatori.

Copertura delle immobilizzazioni

Questo indice è strettamente indicativo della situazione patrimoniale dell'azienda. Esso corrisponde infatti al rapporto tra le attività fisse dell'azienda e le fonti di finanziamento durevolmente legate ad essa (cioè le immobilizzazioni):

$$\text{copertura delle immobilizzazioni} = \frac{\text{patrimonio netto}}{\text{immobilizzazioni}}$$

Quando quest'indice diventa maggiore di 1, ossia quando il patrimonio netto supera le immobilizzazioni, l'azienda assume una posizione patrimoniale molto solida, dato che i beni durevoli necessari all'attività dell'impresa sono appunto "coperti" (cioè "garantiti") dal capitale proprio dell'azienda.

In caso contrario, invece, diventa necessario che le immobilizzazioni risultino coperte almeno dalla somma del patrimonio netto e dei debiti di lungo termine, ossia deve risultare non inferiore ad 1 il seguente indice:

$$\frac{\text{patrimonio netto} + \text{debiti a lungo termine}}{\text{immobilizz azioni}}$$

Infatti, il numeratore di questo indice rappresenta di fatto il totale dei capitali durevolmente legati all'impresa. Se anche quest'indice diventasse inferiore ad 1, si creerebbe uno scompenso pericoloso: infatti, dire che quell'indice è <1 significa anche dire, in base all'equazione $A=P+CN$ che caratterizza lo stato patrimoniale, che le *passività correnti* risultano superiori alle *attività correnti* (o *attivo circolante*), il che metterebbe l'azienda in difficoltà per la restituzione a breve scadenza di risorse di terzi (appunto le passività correnti) e per la contemporanea creazione di liquidità mediante le attività fisse, che generalmente richiede più tempo.

E' necessario, quindi, che l'indice di copertura delle immobilizzazione, eventualmente calcolato includendo i debiti a lungo termine, risulti maggiore di 1.

Garanzia dei debiti a medio-lungo termine

Un indice sostanzialmente inverso a quello di *copertura delle immobilizzazioni* è il cosiddetto indice di **garanzia dei debiti a medio-lungo termine**, così definito:

$$\text{garanzia dei debiti a medio-lungo termine} = \frac{\text{immobilizz azioni}}{\text{debiti a lungo termine}}$$

In pratica, questo indice misura la capacità dell'azienda di accedere ai finanziamenti: infatti, gli eventuali finanziatori si mostreranno più disponibili ad effettuare *prestiti di lungo termine* all'azienda se l'entità di tali prestiti risulterà sufficientemente coperta dei beni durevoli dell'impresa stessa (cioè le immobilizzazioni). Possiamo perciò dire che il periodo di restituzione del capitale di credito prestato all'azienda sarà generalmente tanto maggiore quanto più il valore dell'indice si avvicina all'unità, meglio ancora, la supera.

Rapporto tra ammortamenti ed immobilizzazioni materiali e immateriali

Ai fini della valutazione della situazione patrimoniale, è molto importante calcolare il rapporto tra gli ammortamenti e le immobilizzazioni materiali ed immateriali al lordo degli ammortamenti:

$$\frac{\text{ammortamenti}}{\text{immobilizz azioni ammortizzabili lorde}}$$

Questo indice evidenzia le quote di capitale che, attraverso gli ammortamenti, sono state già accantonate nei diversi esercizi. Quanto maggiore è il valore di questo indice, tanto maggiore è lo stato di degrado (o di obsolescenza) delle immobilizzazioni e quindi tanto più impellente è la necessità di sostituirli.

Indici di ripartizione delle passività a differente esigibilità

Questi indici sono espressamente riferiti alle fonti di finanziamento e servono a confrontare quelle a maggiore esigibilità con quelle di più lungo termine. Possiamo in particolare citare due di questi indici:

$$\frac{\text{passività correnti}}{\text{passività}} \qquad \frac{\text{passività di medio-lungo termine}}{\text{patrimonio netto}}$$

Il primo indice confronta dunque le passività correnti (ad esempio i ratei e risconti passivi) con il totale delle passività (cioè con il capitale di credito). Il secondo confronta invece le passività di più lungo periodo (ad esempio il fondo di trattamento di fine rapporto) con il patrimonio netto ⁽³⁾.

In generale, questi ed altri indici simili indicano se l'azienda ricorre al capitale di terzi principalmente per ottenere finanziamenti di breve o di lungo termine e quindi evidenziano l'incidenza di queste fonti di finanziamento sulle risorse dell'azienda.

Indici di ripartizione delle attività a differente esigibilità

Indici analoghi a quelli citati nel paragrafo precedente, ma questa volta relativi alle attività (o impieghi), sono i seguenti:

$$\frac{\text{attività fisse}}{\text{capitale totale investito}} \qquad \frac{\text{attività correnti}}{\text{attività fisse}}$$

Questi due indici hanno essenzialmente due scopi:

- da un lato forniscono indicazioni sulla suddivisione degli impieghi tra beni durevoli (primo indice) e beni ad elevata liquidità (prodotto tra i due indici);
- dall'altro lato, considerando l'andamento di questi indici negli anni, si può dedurre se l'azienda effettua **programmi di investimento** di lungo termine (nel qual caso il primo indice deve mantenersi elevato) oppure se essa preferisce mantenere sempre un particolare livello di **liquidità** (nel qual caso il prodotto dei due indici deve mantenersi elevato ⁽⁴⁾).

Indici di liquidità: current ratio e quick ratio

Particolari indici finanziari sono quelli che riguardano l'analisi della capacità dell'impresa di far fronte ai *debiti di brevi scadenze*. Questi debiti sono un "pericolo" per le aziende, in quanto può capitare che esse subiscano dei forti cali di liquidità (dovuti ad esempio a cause accidentali non legate all'efficienza produttiva) e quindi non siano in grado di assicurare, ai creditori di breve termine, il rimborso dei prestiti concessi.

³ Val la pena ricordare che le "passività" propriamente dette sono costituite, essenzialmente, dai debiti e dai fondi per rischi ed oneri.

⁴ Si ricordi, infatti, che le *attività correnti*, altrimenti dette *attivo circolante*, includono, tra le altre cose, anche le disponibilità liquide dell'azienda, in termini di depositi bancari e postali, assegni e soprattutto denaro e valori in cassa.

Questi indici sono perciò chiamati **indici di liquidità** (o anche di *solvibilità* o *disponibilità*). Se ne distinguono due in particolare:

$$\text{current ratio} = \frac{\text{attività correnti}}{\text{passività correnti}}$$

$$\text{quick ratio} = \frac{\text{attività correnti} - \text{rimanenze}}{\text{passività correnti}}$$

In entrambi i casi, dunque, il denominatore prevede il conteggio delle passività correnti.

Il **current ratio** contiene le due voci (di cui quella a denominatore non espressamente prevista nello stato patrimoniale) la cui differenza (attività meno passività) rappresenta il cosiddetto **capitale circolante**. Un valore di questo indice sufficientemente superiore ad 1 equivale dunque ad un elevato valore del capitale circolante, il che però non necessariamente significa alta liquidità infatti, bisogna tener presente che le attività correnti includono anche le scorte di magazzino, che non sempre sono facilmente tramutabili in liquidità a breve termine. Il valore del current ratio oscilla generalmente tra 1 e 2.

Per quanto riguarda, invece, il **quick ratio**, viene appunto risolto il problema delle rimanenze, che vengono sottratte alle attività correnti riportate nello stato patrimoniale. In questo modo, si ha una indicazione più concreta della liquidità a disposizione dell'azienda per far fronte ai debiti a breve scadenza.

Del resto, non è opportuno che il *quick ratio* sia troppo elevato, in quanto una elevata liquidità potrebbe anche significare che l'azienda non riesce ad investire correttamente i propri capitali.

Indici (finanziari) operativi

Questa seconda categoria di indici, dopo quelli *patrimoniali*, risulta molto utile quando usata per correlare gli impieghi o le fonti di finanziamento di breve termine con alcuni **parametri caratteristici** della gestione operativa dell'impresa (tipicamente riportati nel conto economico): in questo caso, infatti, si riesce ad analizzare le modalità di utilizzo delle risorse finanziarie nell'attività produttiva.

Dilazione dei crediti (verso clienti)

L'**indice di dilazione dei crediti** esprime il rapporto tra i *crediti commerciali verso clienti* (voce II-1 dell'attivo circolante) ed i ricavi dell'esercizio:

$$\text{indice di dilazione dei crediti} = \frac{\text{crediti verso clienti}}{\text{ricavi}} \cdot 365 \quad (\text{in giorni})$$

Come si vede, questo indice viene espresso in giorni per mezzo della moltiplicazione per il fattore 365: in questo modo, si esprime sostanzialmente il periodo medio di incasso dei crediti commerciali per forniture già consegnate (si pensi ai pagamenti rateali concessi ai clienti).

E' bene osservare che, essendo i ricavi (considerati al denominatore) riferiti a tutto l'arco dell'esercizio, per omogeneità i crediti devono essere riportati tramite il

valore medio nell'esercizio considerato. Tipicamente, questo valore medio è ottenuto considerando i crediti degli ultimi due bilanci consecutivi e calcolandone la media aritmetica.

Il valore numerico dell'indice di dilazione dei crediti esprime semplicemente in quale modo l'azienda riesce a conciliare le esigenze contrastanti di agevolare i clienti tramite la dilazione dei pagamenti e di non accumulare crediti troppo ingenti (e quindi non sempre facilmente recuperabili).

Dilazione dei debiti (verso i fornitori)

Questo indice confronta i *debiti verso i fornitori* con gli *acquisti* operati nell'ultimo esercizio:

$$\text{indice di dilazione dei debiti} = \frac{\text{crediti verso fornitori}}{\text{acquisti}} \cdot 365 \quad (\text{in giorni})$$

Questo indice esprime dunque il tempo medio che intercorre tra l'acquisizione delle forniture ed il relativo pagamento. Il suo valore dipende perciò dalla capacità dell'impresa di imporre ai fornitori le proprie modalità di pagamento ed è dunque indicativo della capacità di autofinanziamento dell'impresa derivante dal ritardo nei pagamenti delle forniture.

Anche in questo caso, dato che gli acquisti si riferiscono all'intero anno di attività, i debiti verso i fornitori vanno calcolati in valore medio, eventualmente tramite la media aritmetica dei crediti registrati negli ultimi due esercizi consecutivi.

Copertura delle scorte

L'**indice di copertura delle scorte** esprime il rapporto, ancora una volta espresso in giorni, tra il valore delle *scorte* ed il *costo del venduto* ⁽⁵⁾:

$$\text{indice di copertura delle scorte} = \frac{\text{scorte}}{\text{costo del venduto}} \cdot 365 \quad (\text{in giorni})$$

Questo indice definisce dunque il tempo medio di permanenza in magazzino delle merci, delle materie prime, dei semilavorati e dei prodotti finiti non ancora venduti dall'impresa.

Anche in questo caso, per consentire una omogeneità tra le voci confrontate, il valore delle scorte deve essere un valore medio, ad esempio ottenuto calcolando la media aritmetica delle rimanenze finali contabilizzate negli ultimi due bilanci d'esercizio.

Si possono fare diversi usi del valore ottenuto per l'indice di copertura delle scorte:

- ad esempio, si può confrontare il valore ottenuto per la propria azienda con la media degli indici ottenuti da altre aziende operanti nello stesso settore industriale: se il proprio indice risulta distante dalla media, questo può indicare o delle inefficienze delle attività commerciali (ad esempio non sono stati previsti in maniera efficiente gli andamenti del mercato, per cui ci si è trovati con troppi prodotti oppure troppo pochi) oppure degli scollamenti tra

⁵ Ricordiamo che il "costo del venduto" include i costi vari di produzione ed i valori delle rimanenze iniziali e degli acquisti: in generale, dunque, si tratta di tutti i costi di produzione sostenuti nell'esercizio. La differenza tra i ricavi complessivi ed il costo del venduto è quello che si chiama *marginale (utile) industriale*.

l'attività strettamente produttiva e quella commerciale (ad esempio quando non si riesce a vendere il proprio prodotto);

- se invece si considera l'indice di copertura come a sé stante, allora è opportuno avere valori bassi ma non troppo, che indichino cioè scorte non elevate (indice di un buon andamento delle vendite) ma comunque sufficienti a garantire la continuità del processo produttivo.

Rapporti di rotazione

Gli ultimi tre indici che abbiamo citato (dilazione dei crediti, dilazione dei debiti e copertura delle scorte) sono talvolta usati nella loro forma inversa (privi del fattore moltiplicativo 365), nel qual caso prendono il nome di **rapporti di rotazione**:

$$\text{rapporto di rotazione dei crediti} = \frac{\text{ricavi}}{\text{crediti verso clienti}}$$

$$\text{rapporto di rotazione dei debiti} = \frac{\text{acquisti}}{\text{crediti verso fornitori}}$$

$$\text{rapporto di rotazione delle scorte} = \frac{\text{costo del venduto}}{\text{scorte}}$$

In questo caso, la gestione dell'impresa si rivela tanto più efficiente quanto maggiori sono i rapporti di rotazione dei crediti e delle scorte e quanto minore è il rapporto di rotazione dei debiti. Infatti, per esempio, la maggior velocità con cui si riscuotono i crediti, rispetto a quella con cui si pagano i debiti, può risolvere una situazione di carenza di liquidità dell'impresa rivelata da un valore negativo del capitale circolante (pari alla differenza tra attività correnti e passività correnti). In altre parole, qualora gli indici di liquidità dovessero rivelare una situazione finanziaria non proprio positiva per l'azienda, si potrebbe procedere ad aumentare i rapporti di rotazione dei crediti e delle scorte ed a diminuire il rapporto di rotazione dei debiti.

Indici di redditività

Mentre gli *indici finanziari* (operativi e patrimoniali), esaminati nei precedenti paragrafi, servono essenzialmente ad analizzare la situazione patrimoniale di una azienda, gli indici di redditività, oggetto di questo paragrafo, servono ad analizzare l'efficienza economica dell'azienda, ossia sono più specificamente relativi all'attività produttiva/imprenditoriale vera e propria.

Ad esempio, tipici indici di redditività sono quelli che confrontano una serie di voci del conto economico con la voce dei **ricavi** complessivi (sempre riportati nel conto economico):

$$\frac{\text{margine operativo lordo}}{\text{ricavi}}$$

$$\text{utile netto percentuale} = \frac{\text{utile netto}}{\text{ricavi}}$$

$$\text{ROS} = \frac{\text{utile operativo}}{\text{ricavi}}$$

Eventualmente, il valore di questi indici può essere riportato direttamente nel conto economico, accanto alle singole voci (margine operativo lordo, utile operativo ed utile netto).

Di particolare importanza è il **ROS** (*Return on Sales*), che confronta l'**utile operativo** (pari semplicemente alla differenza tra il valore della produzione ed i costi della produzione stessa) con i ricavi: in pratica, questo indice evidenzia l'incidenza dei costi di produzione sulle vendite finali e quindi, praticamente, l'efficienza produttiva complessiva dell'impresa. Si può parlare perciò anche di *indice di rendimento* o di *redditività operativa delle vendite*.

Anche l'**utile netto percentuale**, pari al rapporto tra **utile netto** (cioè utile al netto di tutte le possibili detrazioni) e ricavi, è molto importante: esso rappresenta l'efficienza economica complessiva dell'impresa, dato che comprende sia l'attività produttiva sia quella finanziaria, incluse quindi le componenti di reddito extra-caratteristiche, quelle fiscali e quelle straordinarie.

Facendo il rapporto tra il ROS e l'utile netto percentuale, si ottiene evidentemente il seguente indice:

$$\frac{\text{ROS}}{\text{utile netto percentuale}} = \frac{\text{utile operativo}}{\text{utile netto}}$$

In questo modo, è possibile valutare l'incidenza delle attività non strettamente produttive sull'attività globale dell'impresa. E' evidente che questo indice può essere superiore o inferiore ad 1, a seconda che, rispettivamente, prevalgano le aggiunte o le detrazioni all'utile operativo per ottenere l'utile netto. Si ricordi, infatti, che questi due risultati parziali si ricavano secondo il seguente prospetto:

<p>Fatturato – Variazione delle rimanenze – Acquisti di beni e servizi =</p>	<p>Valore aggiunto – Altri costi di produzione =</p>
	Utile (margine) industriale –
<p>Spese di vendita e distribuzione – Spese generali ed amministrative – Spese per ricerca e sviluppo =</p>	<p>Utile (margine) operativo – Proventi ed oneri finanziari – Proventi ed oneri patrimoniali – Proventi ed oneri straordinari =</p>
	Utile al lordo delle Imposte –
<p>Imposte =</p>	<p>Utile netto d'esercizio</p>

Di conseguenza, a parte le imposte, l'utile netto si ottiene dall'utile operativo sottraendo le varie differenze tra proventi ed oneri, che possono essere sia positive sia negative.

Se il rapporto tra utile operativo e utile netto è inferiore ad 1, significa evidentemente che l'utile netto è aumentato grazie ai proventi finanziari e/o patrimoniali e/o straordinari, il che quindi indica il notevole contributo di queste voci nella determinazione del reddito economico; viceversa, in caso di rapporto superiore ad 1, il costo dell'indebitamento nonché le imposte risulterebbero preponderanti sui profitti di carattere finanziario.

Turnover del capitale investito

Questo particolare indice di efficienza è così definito:

$$\text{turnover del capitale investito} = \frac{\text{ricavi}}{\text{capitale totale investito}}$$

Questo indice esprime la capacità dell'impresa di generare nuove risorse finanziarie disponendo di un certo patrimonio complessivo (attraverso il quale esercita la propria attività produttiva e commerciale).

La particolarità di questo indice è quella di dipendere fortemente dal settore produttivo di cui l'azienda fa parte. Di conseguenza, esso viene frequentemente usato per confrontare aziende diverse operanti nello stesso settore: quanto maggiore è il valore dell'indice, tanto più la gestione complessiva (utilizzo di risorse al fine di ottenerne un beneficio economico) può considerarsi efficiente, in quanto si ottiene un maggior fatturato a fronte di un minore impiego di capitali.

Turnover del capitale circolante

Del tutto analogo al precedente è il seguente indice di efficienza:

$$\text{turnover del capitale circolante} = \frac{\text{ricavi}}{\text{capitale circolante}}$$

In questo caso, quindi, i ricavi vengono confrontati con il capitale circolante, pari alla differenza tra attività correnti e passività correnti. Di conseguenza, questo indice misura specificamente l'efficienza di utilizzo del capitale (in particolare del *capitale netto di breve termine*) da parte dell'impresa.

Un eventuale alto valore di questo indice evidenzia come l'impresa riesca, con minori risorse finanziarie, a produrre maggiori quantità di prodotti.

Non solo, ma il valore di questo indice potrebbe evidenziare delle situazioni particolari, ad esempio quando si adottano dei prezzi di vendita dei prodotti non adeguati alla situazione economica generale. Per esempio, se si dovesse verificare un aumento delle vendite e questo dovesse comportare un aumento dell'indice (quindi sostanzialmente un aumento di ricavi a parità di capitale circolante), potrebbe significare che i prezzi di vendita sono troppo bassi per consentire un sensibile aumento del capitale circolante.

Turnover dell'attivo circolante

Nell'indice considerato nel precedente paragrafo possiamo anche sostituire il capitale circolante direttamente con l'attivo circolante (il quale include scorte, dilazioni di pagamento ai clienti, dilazioni di pagamento ai fornitori, risorse finanziarie varie, liquidità immediata):

$$\text{turnover dell'attivo circolante} = \frac{\text{ricavi}}{\text{attivo circolante}}$$

Questo indice riesce allora ad evidenziare il livello di attività correnti utilizzato per ottenere un dato ammontare di ricavi.

Si tratta di un indice particolarmente importante per valutare gli **sviluppi futuri** dell'azienda, nel qual caso bisogna porre molta attenzione a ripartire gli impieghi tra *investimenti di lungo termine* e *liquidità immediata*, in modo da analizzare più facilmente la gestione dell'attività imprenditoriale.

In effetti, segnaliamo che i due indici di turnover, specialmente quello relativo al capitale circolante, possono in realtà essere considerati parte integrante degli indici finanziari di tipo operativo, dato che sostanzialmente confrontano le fonti di finanziamento impiegate dall'impresa ⁽⁶⁾ con l'attività produttiva (misurata attraverso le vendite) della stessa.

Indice ROI

Questo è il primo indice realmente importante per confrontare la redditività di una impresa. L'indice **ROI** (*Return On Investments*) confronta infatti l'utile operativo con il capitale totale investito, esprimendo perciò la redditività degli impieghi dell'azienda in termini di risultato operativo:

$$\text{ROI} = \frac{\text{utile operativo}}{\text{capitale totale investito}}$$

Si ricordi che l'utile operativo non tiene conto dell'apporto di attività diverse da quella produttiva (come l'attività finanziaria o quella straordinaria), in quanto viene fuori dal prospetto seguente (o, in alternativa, da quello precedentemente esposto):

Fatturato –

Variazione delle rimanenze -

Acquisti di beni e servizi =

Valore aggiunto -

Altri costi di produzione =

Utile (margine) industriale lordo -

Spese di vendita e distribuzione -

Spese generali ed amministrative -

Spese per ricerca e sviluppo =

Utile (margine) operativo lordo

Quote di accantonamento a fondi

Utile (margine) operativo

Di conseguenza, nel **capitale totale investito** da usare nel calcolo del ROI bisogna escludere i beni finanziari (ad esempio i titoli) oppure i beni che generano componenti straordinari di reddito (ad esempio immobili usati per ottenere proventi patrimoniali).

E' interessante esprimere il ROI come prodotto di più indici. Infatti, in base alle definizioni precedentemente fornite del ROS (utile operativo/ricavi) e del turnover del capitale investito (ricavi/capitale totale investito), possiamo scrivere che

⁶ Osserviamo che le "fonti di finanziamento" sono propriamente quelle riportate al PASSIVO dello stato patrimoniale, mentre in questo caso ci si riferisce, in pratica, alle disponibilità finanziarie immediate di cui l'azienda può disporre, come appunto l'attivo circolante.

$$\begin{aligned} \text{ROI} &= \frac{\text{utile operativo}}{\text{capitale totale investito}} = \text{ROS} \cdot (\text{turnover del capitale totale investito}) = \\ &= \frac{\text{utile operativo}}{\text{ricavi}} \cdot \frac{\text{ricavi}}{\text{capitale totale investito}} \end{aligned}$$

Così facendo, si ottiene di individuare le cause che determinano il valore del ROI:

- la **redditività delle vendite** espressa dal ROS, che conduce a valutare l'influenza dei diversi costi sul risultato di gestione;
- l'indice di **efficienza globale** espresso dal turnover del capitale investito, che consente di valutare la struttura e le politiche di gestione finanziaria dell'impresa.

Indice ROA

Un indice analogo al ROI, e altrettanto importante, è il **ROA** (*Return On Assets*):

$$\text{ROA} = \frac{\text{utile operativo} + \text{proventi finanziari e straordinari}}{\text{capitale totale investito}}$$

Rispetto al ROI, abbiamo dunque sommato, a numeratore, l'entità dei proventi finanziari e straordinari. In questo modo, abbiamo valutato la redditività dell'impresa sia in termini di attività prettamente produttiva (espressa dall'utile operativo) sia in termini di gestione di beni (ad esempio le partecipazioni) che non contribuiscono all'attività strettamente produttiva. Ancora una volta, però, così come nel ROI, il capitale totale investito non comprende i beni finanziari oppure i beni che generano componenti straordinari di reddito.

Indici ROI e ROA netti

Nelle precedenti definizioni di ROI e ROA si può apportare una piccola correzione, consistente nell'escludere, dal *capitale totale investito*, anche i **debiti verso i fornitori**. Si ottengono così i corrispondenti indici **netti**:

$$\text{ROI} = \frac{\text{utile operativo}}{\text{capitale totale investito} - \text{debiti}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{utile operativo} + \text{proventi finanziari e straordinari}}{\text{capitale totale investito} - \text{debiti}}$$

Il motivo per cui vengono esclusi i debiti è che essi, esprimendo la dilazione di pagamento degli acquisti di beni e servizi da parte dell'azienda, comprendono anche gli interessi legati alle politiche commerciali e finanziarie dell'impresa, i quali non vengono invece considerati nell'utile operativo considerato a numeratore. Si tratta perciò sostanzialmente di dare omogeneità alle voci usate nei rapporti.

Indice ROE

L'**indice ROE** (*Return on Equity*) esprime la redditività del patrimonio (o capitale) netto dell'impresa, confrontando quest'ultimo con l'utile netto:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Capitale netto}}$$

Dato che l'utile netto rappresenta sostanzialmente la remunerazione del capitale proprio dell'impresa, il ROE costituisce il rendimento ottenuto dai soci tramite l'acquisto di partecipazioni azionarie del capitale di rischio dell'azienda.

Analogamente a quanto fatto per il ROI, possiamo facilmente esprimere il ROE come prodotto di tre indici: ad esempio, possiamo scrivere che

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{utile netto}}{\text{capitale netto}} = \frac{\text{utile operativo}}{\text{capitale totale investito}} \cdot \frac{\text{capitale totale investito}}{\text{capitale netto}} \cdot \frac{\text{utile netto}}{\text{utile operativo}} = \\ &= \frac{\text{ROI}}{\text{indice di indipendenza finanziari a}} \cdot \frac{\text{utile netto}}{\text{utile operativo}} \end{aligned}$$

In questo modo, otteniamo i tre fattori determinanti del ROE:

- il ROI evidenzia la **redditività operativa** dell'azienda;
- il rapporto tra utile netto ed utile operativo segnala il **contributo delle attività complementari** al risultato d'esercizio;
- l'indice di indipendenza finanziaria evidenzia l'**influenza dell'indebitamento sulla gestione** (l'effetto della cosiddetta leva finanziaria, di cui parleremo tra breve).

Indice ROD

L'ultimo importante indice di redditività da prendere in considerazione è costituito dal **ROD** (*Return on Debts*):

$$\text{ROD} = \frac{\text{oneri finanziari}}{\text{debiti}}$$

Gli **oneri finanziari** sono una delle voci che compare nel conto economico, mentre invece i **debiti** sono una delle voci del PASSIVO dello stato patrimoniale.

Questo rapporto esprime sostanzialmente il costo dell'indebitamento, cioè del ricorso dell'azienda al capitale di credito per il finanziamento della sua attività

Al denominatore del ROD vanno considerati solo i debiti che comportano un interesse passivo (cioè un *onere finanziario*) verso terzi: non bisogna perciò considerare i *ratei e risconti passivi* (che sono debiti a breve termine, separati dagli altri debiti a causa della loro particolare natura), i *debiti fiscali* ed i *debiti per oneri sociali*.

Per quanto riguarda, invece, gli *oneri finanziari* a numeratore, bisogna considerare anche gli interessi passivi che sono solo impliciti in alcune passività: si pensi, ad esempio, ai debiti commerciali che, in seguito alle dilazioni concesse per la

restituzione del capitale, sono generalmente comprensivi di aumenti legati al costo del denaro.

In ogni caso, è importante che il ROD (così come del resto gli altri indici precedentemente descritti) includa voci di bilancio tra loro analoghe, pena la scarsa validità dei valori numerici forniti. Tanto per fare un esempio, se dovesse risultare difficile individuare gli interessi passivi relativi ai debiti verso fornitori, tali interessi non andrebbero conteggiati nel denominatore del ROD e, di conseguenza, andrebbero anche esclusi i relativi debiti dal numeratore.

Il valore del ROD dipende sostanzialmente dalla situazione economica generale e soprattutto quindi dal costo del **denaro sul mercato**. Ad ogni modo, il ROD fornisce anche una misura della capacità di scelta dei finanziatori esterni da parte dell'impresa: un basso valore del ROD (che corrisponde a debiti molto superiori agli oneri finanziari) indica infatti che l'azienda è in grado di scegliere finanziatori che impongano tassi passivi abbastanza bassi.

L'effetto della leva finanziaria: ROI, ROD e ROE

Nell'ambito dell'analisi degli indici di redditività, è anche importante studiare come l'impresa riesca ad utilizzare il cosiddetto effetto di **leva finanziaria**.

Questo effetto si può sintetizzare nel modo seguente:

se $ROI > ROD \rightarrow$ il ROE cresce, per cui conviene ricorrere al capitale di credito

se $ROI < ROD \rightarrow$ il ROE scende, per cui non conviene ricorrere al capitale di credito

Vediamo di comprendere cosa significa questo.

L'indice *ROI* evidenzia la redditività dell'azienda, confrontando l'utile operativo (brevemente **UN**) con il capitale totale investito (brevemente **CTI**); l'indice *ROD*, invece, evidenzia il costo dell'indebitamento, confrontando gli oneri finanziari (brevemente **OF**) con i relativi debiti (brevemente **D**). L'indice *ROE*, infine, confronta l'utile netto con il capitale netto (brevemente **CN**) e può essere espresso nel modo seguente:

$$ROE = \frac{UN}{CN} = \frac{UO}{CTI} \cdot \frac{CTI}{CN} \cdot \frac{UN}{UO} = \frac{ROI}{IIF} \cdot \frac{UN}{UO}$$

Ricordando che l'*indice di indipendenza finanziaria* (brevemente **IIF**) corrisponde al rapporto tra il capitale netto (brevemente **CN**) ed il capitale totale investito (a sua volta pari alla somma delle passività, **P**, e del capitale netto), possiamo anche scrivere che

$$ROE = ROI \cdot \frac{CTI}{CN} \cdot \frac{UN}{UO} = ROI \cdot \frac{P+CN}{CN} \cdot \frac{UN}{UO} = ROI \cdot \left(\frac{P}{CN} + 1 \right) \cdot \frac{UN}{UO}$$

Questa relazione mette subito in evidenza che, oltre che dal valore del ROI, il ROE (cioè sostanzialmente la remunerazione del capitale di rischio) dipende sia dal contributo della gestione non strettamente produttiva (espresso dal rapporto UN/UO) sia dall'entità dell'indebitamento (espresso sotto forma del rapporto P/CN tra passività e capitale netto).

Non solo, ma possiamo anche evidenziare la presenza del ROD (cioè quindi degli oneri finanziari) in quella espressione del ROE: infatti, moltiplicando e dividendo il secondo membro di quella espressione per la differenza ($UO-OF$) tra utile operativo e oneri finanziari (**OF**), abbiamo che

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{ROI} \cdot \left(\frac{P}{\text{CN}} + 1 \right) \cdot \frac{\text{UN}}{\text{UO}} \cdot \frac{\text{UO} - \text{OF}}{\text{UO} - \text{OF}} = \text{ROI} \cdot \left(\frac{P}{\text{CN}} + 1 \right) \cdot \left(1 - \frac{\text{OF}}{\text{UO}} \right) \cdot \frac{\text{UN}}{\text{UO} - \text{OF}} = \\ &= \left(\text{ROI} \cdot \frac{P}{\text{CN}} + \text{ROI} \right) \cdot \left(1 - \frac{\text{OF}}{\text{UO}} \right) \cdot \frac{\text{UN}}{\text{UO} - \text{OF}} = \dots = \left((\text{ROI} - \text{ROD}) \cdot \frac{P}{\text{CN}} + \text{ROI} \right) \cdot \frac{\text{UN}}{\text{UO} - \text{OF}} \end{aligned}$$

dove, per semplicità, abbiamo supposto che il denominatore del ROD contenga il totale dei debiti al posto delle sole passività che generano oneri finanziari (come precedentemente specificato).

La relazione ottenuta, pur considerando il ROD in forma approssimata, evidenzia l'effetto della **leva finanziaria**: se cresce l'indebitamento (cioè l'azienda fa un notevole ricorso al capitale di credito), per cui cresce il rapporto P/CN, il ROE aumenta solo se risulta $\text{ROI} > \text{ROD}$, mentre in caso contrario diminuisce; di conseguenza, prima di decidere se ricorrere in maniera massiccia all'indebitamento verso terzi oppure no, bisogna assicurarsi che risulti $\text{ROI} > \text{ROD}$, poiché solo in questo caso si ottiene un ROE crescente, ossia un crescente rendimento dei conferimenti in denaro da parte dei soci.

Il ricorso a **capitale di terzi** per aumentare la redditività del capitale dei soci è comunque vincolato al rischio che il ROI ed il ROD non rispettino le previsioni, ad esempio a causa di rapidi mutamenti delle condizioni di mercato: quindi, il suggerimento dato poco fa deve anche confrontarsi con l'attendibilità delle previsioni che hanno portato a calcolare il ROI ed il ROD.

Ad esempio, supponiamo che sia stato stimato un valore del ROI superiore al ROD; allora l'azienda, sulla base di quanto detto prima, si sente autorizzata a ricorrere a finanziamenti esterni; tuttavia, se a fine esercizio dovesse riscontrare un valore del ROI inferiore al ROD (cioè l'inesattezza della previsioni), allora l'impresa si troverebbe con un ROE calato anziché aumentato, il che significherebbe che essa ha conseguito un risultato peggiore di quello che invece avrebbe ottenuto non ricorrendo all'indebitamento.

Analisi dei flussi finanziari

Introduzione

Per poter valutare la struttura finanziaria di una impresa nonché le sue dinamiche di gestione, può risultare utile analizzare la composizione e le variazioni nel tempo delle diverse **fonti finanziarie** da essa utilizzate. Dato che l'analisi di bilancio effettuata tramite l'uso degli indici di bilancio non consente questo tipo di valutazioni, si ricorre ad un tipo differente di studio dei dati di bilancio, denominato **analisi dei flussi finanziari**.

Attraverso l'esame dei movimenti finanziari è possibile valutare, ad esempio, in quale misura l'impresa, nell'esercizio appena trascorso (al quale quindi fa riferimento l'ultimo bilancio) e in quelli precedenti, si è autofinanziata (ad esempio reinvestendo parte degli utili) oppure ha incrementato la propria richiesta di capitale di credito (ossia ha aumentato l'indebitamento) oppure anche ha destinato il risultato economico della gestione ad investimenti di lungo termine o a rimborsi di indebitamenti o alla distribuzione dei dividendi ai soci.

Appare dunque abbastanza evidente che l'analisi dei flussi finanziari consiste sostanzialmente nella valutazione delle variazioni delle diverse voci dello stato patrimoniale. A tal fine, risulta particolarmente importante suddividere le risorse e gli investimenti secondo il diverso grado di **esigibilità** (per le passività) e di **liquidità** (per le attività) nonché seguire l'evolvere temporale di tali voci. Per quanto riguarda la suddivisione delle voci, che è quella che abbiamo definito in precedenza di tipo **finanziario**, si tratta sostanzialmente di dividere le passività in **patrimonio netto** e **debiti** (distinguendo poi i *debiti* propriamente detti dai *fondi per rischi ed oneri*) e le attività in **immobilizzazioni** ed **attivo circolante**.

In linea del tutto generale, ci si potrebbe aspettare che una impresa, al fine di coprire i diversi fabbisogni di mezzi finanziari, tenda ad utilizzare le diverse fonti finanziamento essenzialmente secondo i seguenti criteri:

- il **capitale proprio** viene usato almeno per gli investimenti indispensabili al funzionamento dell'attività produttiva;
- il **capitale di terzi a medio/lungo termine** viene usato per gli investimenti (immobilizzazioni) legati alle espansioni ed ai potenziamenti produttivi dell'impresa;
- il **capitale di terzi a breve termine** viene usato solo per momentanee esigenze di liquidità (attivo circolante), derivanti in gran parte dalla nota mancanza di sincronia tra il flusso di beni prodotti ed il corrispondente flusso monetario delle remunerazioni.

Il rendiconto finanziario

Al fine di valutare l'assetto finanziario di una azienda, ossia i suoi fabbisogni finanziari ed i criteri che essa adotta per soddisfarli, bisogna analizzare i flussi finanziari più significativi. A tale fine, si può ricorrere al cosiddetto **rendiconto finanziario**, spesso riportato nell'allegato del bilancio d'esercizio.

I dati riportati, in forma scalare, nel rendiconto di esercizio possono essere ricavati in almeno due modi:

- potrebbero essere ottenuti registrando puntualmente tutti i movimenti finanziari che hanno luogo durante la gestione;
- in alternativa, sono ricavabili confrontando alcuni bilanci consecutivi dell'impresa, dato che le voci del rendiconto sono quasi tutte generate dalla differenza tra i rispettivi valori riportati nell'ultimo bilancio ed in quello precedente.

Il rendiconto finanziario può riguardare il totale dei movimenti finanziari o anche solo parte di essi. In particolare, si analizzano soprattutto due cose:

- il **flusso di cassa**, ossia la variazione delle disponibilità liquide dell'impresa (che ricordiamo essere costituite, oltre che dalla cassa vera e propria, anche da assegni, depositi e conti correnti);
- il **flusso di capitale circolante**, ossia appunto la variazione di capitale circolante rilevata tra stati patrimoniali consecutivi.

Ricordiamo che il *capitale circolante (CC)* rappresenta la differenza tra *attività correnti (AC)* e *passività correnti (PC)*, per cui esprime sostanzialmente il volume di

mezzi finanziari ad elevata liquidità in possesso dell'impresa ed utilizzata per la gestione corrente della sua attività. La sua variazione nel tempo risulta perciò molto importante.

Del resto, ricordiamoci che lo stato patrimoniale è redatto in base al rispetto dell'equazione $A=P+CN$; includendo il capitale netto tra le passività generiche (in particolare tra quelle di lungo termine), possiamo riscrivere questa equazione nella forma semplificata $A=P$: allora, il capitale circolante risulta pari non solo alla differenza tra attività e passività correnti, ma anche alla differenza tra passività fisse (PF) e attività fisse (AF). Infatti, possiamo scrivere che

$$A=P \rightarrow AC+AF = PC + PF \rightarrow \mathbf{CC=AC-PC=PF-CF}$$

Non solo, ma possiamo osservare anche un'altra cosa: l'equazione $A=P$ implica anche l'uguaglianza tra le rispettive variazioni δA e δP , per cui possiamo scrivere che

$$A = P \rightarrow \delta A = \delta P \rightarrow \mathbf{\delta AC + \delta AF = \delta PC + \delta PF}$$

dove la *variazione delle attività* è $\delta A = \delta AC + \delta AF$, mentre la *variazione delle passività* è $\delta P = \delta PC + \delta PF$.

Dall'ultima equazione possiamo allora ricavare la **variazione del capitale circolante** netto:

$$\delta CC = \delta AC - \delta PC = \delta PF - \delta CF$$

Da notare che la "variazione" è definita rispetto a due stati patrimoniali, in genere relativi a periodi di esercizio consecutivi. Inoltre, possiamo anche esprimere una variazione δ come differenza tra un incremento I ed un decremento D:

$$\delta CC = (IAC-DAC) - (IPC-DPC) = (IAC+DPC) - (DAC+IPC)$$

oppure

$$\delta CC = (IPF-DPF) - (ICF-DCF) = (IPF+DCF) - (DPF+ICF)$$

Queste uguaglianze mostrano che la variazione δCC del capitale circolante può essere considerata come il risultato delle variazioni delle fonti e degli impieghi di breve termine (prima uguaglianza) oppure di lungo termine (seconda uguaglianza). Di conseguenza, scrivendo un rendiconto finanziario in forma scalare che analizzi il totale dei flussi distinguendo i movimenti finanziari nelle due categorie di breve termine e di lungo termine, risulta immediato il calcolo della variazione di capitale circolante.

Per quanto riguarda il segno (positivo o negativo) assunto dalla variazione di capitale circolante, possiamo genericamente affermare quanto segue:

- variazioni positive del capitale circolante evidenziano una generazione di risorse ad elevata liquidità da parte dell'impresa durante l'ultimo esercizio considerato;
- al contrario, variazioni negative del capitale circolante indicano una riduzione di tali risorse, ad esempio per la sopravvenuta incapacità di far fronte ai fabbisogni finanziari.

Incrementi di risorse finanziarie

Se ci concentriamo sui movimenti delle attività fisse (AF) e delle passività fisse (PF), questi costituiscono per l'impresa degli **incrementi di risorse finanziarie**: in particolare, sono tali sia gli *incrementi del patrimonio netto* (CN), sia gli *incrementi dei debiti a lungo termine* sia *le riduzioni delle immobilizzazioni*.

Flusso di cassa operativo

Un primo incremento di risorse finanziarie è dato dal cosiddetto **flusso di cassa operativo** (*Ycash flow*), che esprime l'autofinanziamento in senso stretto dell'impresa: corrisponde infatti alle nuove effettiva disponibilità di risorse finanziarie nate nell'esercizio grazie all'attività imprenditoriale.

Numericamente, si può valutare il flusso di cassa operativo nel modo seguente:

$$\mathbf{Ycash\ flow} = \text{Utile} + \text{Quote (nette) di accantonamento a fondi}$$

Le voci qui riportate a secondo membro sono evidentemente dedotte dallo stato patrimoniale. In alternativa, si possono considerare le voci del conto economico:

$$\mathbf{Ycash\ flow} = \text{Ricavi} - \text{Totale costi} + \text{Quote (nette) di accantonamento}$$

Possiamo allora fare le seguenti considerazioni, con particolare riferimento alla prima delle due equazioni riportate:

- il cash flow è composto in primo luogo dall'utile di esercizio, che potrebbe anche rappresentare un decremento nel caso si tratti di una perdita (cioè una riduzione del capitale netto, equivalente ad un impiego di risorse finanziarie). L'utile rappresenta infatti la differenza tra i ricavi di gestione, che hanno prodotto risorse finanziarie, ed i relativi costi, che hanno invece provocato esborsi monetari. Da notare che nei costi usati per la determinazione del cash flow bisogna evidentemente considerare tutti i pagamenti di imposte, riferendosi perciò sia alle imposte dell'ultimo esercizio (**anticipi di imposte**) sia a quelle dell'esercizio precedente (**saldo** degli anticipi versati l'anno prima);
- all'utile di esercizio bisogna sommare le quote annuali di accantonamento a fondi (ad esempio il fondo di ammortamento, il fondo di TFR, il fondo di svalutazione, il fondo di rischi e così via): infatti, questi fondi, se da un lato causano una riduzione dell'utile (dato che sono contabilizzati come costi fittizi d'esercizio), dall'altro non provocano comunque un esborso monetario ma, al contrario, degli accumuli di liquidità. Nelle equazioni prima riportate abbiamo parlato di quote "nette" per indicare che bisogna considerare i suddetti fondi al netto delle riduzioni avvenute nel corso dell'esercizio per sostenere le spese cui i fondi stessi sono preposti. Tanto per fare un esempio, nel momento in cui si include il fondo di trattamento di fine rapporto (il cui valore è riportato nello stato patrimoniale), bisogna comunque detrarre le somme realmente sborsate (e annotate nel conto economico) per la liquidazione del personale che, durante l'esercizio, ha terminato il suo rapporto con la società.

Flusso di cassa totale

Partendo dal *flusso di cassa operativo* calcolato nel paragrafo precedente, si può ottenere anche il **flusso di cassa totale**, semplicemente aggiungendo le variazioni delle diverse componenti dello stato patrimoniale.

Dobbiamo infatti tener presente con non solo l'autofinanziamento costituisce un incremento di risorse finanziarie: sono anche rilevanti gli eventuali *nuovi ricorsi a debiti di medio/lungo termine* oppure gli *aumenti di capitale*, così come, per quanto riguarda le attività fisse, si ottengono nuove risorse monetarie dalla *dismissione delle immobilizzazioni*.

Includendo dunque anche queste variazioni, si ottiene il totale dei movimenti finanziari positivi relativi ad attività e passività di medio-lungo termine.

Riduzioni di risorse finanziarie

Mentre prima si è parlato di come incrementare le risorse finanziarie dell'azienda tramite variazioni delle attività e passività di medio-lungo termine, adesso vediamo per quali motivi si può verificare una **riduzione delle risorse finanziarie**, sempre con riferimento al medio-lungo termine.

In generale, possiamo dire che la riduzione di risorse finanziarie si verifica a seguito degli incrementi delle attività fisse (immobilizzazioni) e delle riduzioni sia del patrimonio netto sia dei debiti a lungo termine:

- gli **aumenti delle attività fisse** consistono semplicemente negli investimenti in nuove immobilizzazioni;
- la **riduzione delle fonti di finanziamento** può derivare, ad esempio, dalla distribuzione ai soci di parte degli utili precedentemente accantonati (*dividendi*) oppure da eventuali *riduzioni del patrimonio netto*;
- per quanto riguarda i **debiti**, si tratta di quelle situazioni in cui alcuni *debiti a lungo termine* vengono spostati tra i *debiti a breve termine*, ad esempio perché si sta avvicinando la loro data di scadenza.

Ovviamente, la differenza tra incrementi e riduzioni delle risorse finanziarie di lungo periodo determina il **flusso di capitale circolante**.

Flusso di cassa totale e attività ed impieghi correnti

Per determinare il flusso di cassa totale, bisogna considerare i movimenti di **attività correnti (AC)** e **passività correnti (PC)**. Infatti, un nuovo apporto di risorse finanziarie per l'impresa sono le *riduzioni delle attività correnti* nonché gli *incrementi dei debiti a breve termine*, mentre invece si hanno dei decrementi di risorse finanziarie in presenza di *aumenti dell'attivo circolante* e di *riduzioni dei debiti a breve termine*.

Per quanto riguarda specificamente le attività correnti, si ottengono evidentemente nuove risorse monetarie a seguito di *riduzioni delle rimanenze, degli anticipi ai fornitori, dei crediti e dei titoli posseduti dall'impresa*, oltre che a seguito di *incrementi dei debiti* (commerciali, obbligazionari, bancari e così via).

Per contro, incrementi di queste stesse attività oppure riduzioni di queste stesse passività producono decrementi delle risorse finanziarie.

Per concludere, osserviamo che, nelle considerazioni appena fatte, sono state volutamente escluse le variazioni delle disponibilità liquide, al fine di ottenere il

flusso di cassa totale: questo è, infatti, uguale sia alla variazione della liquidità (quindi di depositi, assegni, valori e denaro in cassa) sia anche alla somma algebrica complessiva degli incrementi e delle riduzioni di risorse finanziarie di lungo e di breve termine prima descritte.

Prospetto riepilogativo

Al fine di riepilogare le considerazioni degli ultimi paragrafi relativi al rendiconto finanziario e, specificamente, agli incrementi e decrementi delle risorse finanziarie a disposizione di una impresa, riportiamo il seguente prospetto, in cui i suddetti incrementi e decrementi sono suddivisi tra variazioni delle fonti e degli impieghi a bassa liquidità (parte superiore) e ad alta liquidità (parte inferiore):

FONTI ED IMPIEGHI A BASSA LIQUIDITA'

A) Incrementi di risorse finanziarie

- 1) Utile (o perdita) d'esercizio
- 2) Quote di accantonamento a fondi
Cash flow: 1+2
- 3) Aumenti di passività di medio-lungo termine
- 4) Aumenti di patrimonio netto
- 5) Dismissioni di immobilizzazioni
- 6) **Totale incrementi di risorse finanziarie: 1+2+3+4+5**

B) Riduzioni di risorse finanziarie

- 7) Incrementi di immobilizzazioni
- 8) Distribuzione dei dividendi ai soci
- 9) Riduzioni del patrimonio netto
- 10) Riduzioni di passività di medio-lungo termine
- 11) **Totale riduzioni di risorse finanziarie: 1+2+3+4**

Flusso di capitale circolante: 6 - 11

FONTI ED IMPIEGHI AD ALTA LIQUIDITA'

A) Incrementi di risorse finanziarie

- 12) Riduzioni di rimanenze
- 13) Riduzioni di crediti
- 14) Riduzioni di titoli
- 15) Incrementi di debiti
- 16) **Totale incrementi di risorse finanziarie: 12+13+14+15**

B) Riduzioni di risorse finanziarie

- 17) Incrementi di rimanenze
- 18) Incrementi di crediti
- 19) Incrementi di titoli
- 20) Riduzioni di debiti
- 21) **Totale riduzioni di risorse finanziarie: 17+18+19+20**

FLUSSI

Flusso di cassa totale: (6+16)-(11+21)

22) Incrementi di disponibilità liquide

23) Riduzioni di disponibilità liquide

Flusso di cassa totale: 22-23

Flusso di capitale circolante: (21+22)-(16+23)

Principali considerazioni sui flussi finanziari

L'esame del rendiconto finanziario prima descritto ci consente di fare alcune riflessioni sia sulla struttura finanziaria complessiva dell'impresa sia sulle dinamiche finanziarie della sua gestione.

Per fare questo, può essere utile costruire un prospetto riassuntivo dei movimenti finanziari di lungo termine. In particolare, distinguiamo il caso in cui si verifica una variazione positiva del capitale circolante ($\delta CC > 0$) e quello in cui invece si ha una variazione negativa del capitale circolante ($\delta CC < 0$). Il nostro obiettivo, in questo prospetto, è quello di "giudicare" la bontà o meno della situazione dell'azienda sulla base del valore di due parametri:

- la **gestione operativa** (che indichiamo brevemente con **GO**), che determina il flusso di cassa (cash flow);
- la **gestione non operativa** (che indichiamo con **GnO**) relativa alle sole fonti e impieghi di lungo termine.

Questi due valori, GO e GnO, possono essere sia positivi sia negativi e possono inoltre essere uno maggiore dell'altro. Allora, il prospetto che ci accingiamo a commentare prevede tutte e otto le possibili combinazioni tra questi due valori:

Situazioni finanziarie		Giudizi
$\delta CC > 0$	A GO > 0 e GnO < 0	Ottimo (+)
	B GO > 0 e maggiore di GnO > 0	Da valutare (+)
	C GO > 0 e inferiore a GnO > 0	Da valutare (-)
	D GO < 0 e GnO > 0	Non buono
$\delta CC < 0$	E GO > 0 e prevalente su GnO < 0	Da valutare (+)
	F GO < 0 e inferiore a GnO < 0	Da valutare (-)
	G GO < 0 e prevalente su GnO < 0	Pessimo
	H GO < 0 e prevalente su GnO > 0	Non buono

Cominciamo da situazioni in cui il capitale circolante ha una variazione positiva ($\delta CC > 0$):

- A) *il primo caso preso in esame è quello in cui la gestione operativa è positiva ($GO > 0$), mentre quella non operativa è negativa ($GnO < 0$), il che significa sostanzialmente che crescono gli investimenti mentre invece vengono ridotte le passività fisse e le distribuzioni dei dividendi: questa è la condizione di gestione ottimale, dato che l'azienda riesce a generare, attraverso la sua attività caratteristica, le risorse finanziarie necessarie a coprire i fabbisogni finanziari, specialmente quelli destinati allo sviluppo dell'azienda per migliorarne la produttività e la redditività;*

- B) *il secondo caso prevede che siano positive sia la gestione operativa sia quella non operativa (per cui aumentano le dismissioni delle immobilizzazioni e i ricorsi a nuovi debiti), con $GO > GnO$* : questa è una situazione positiva ma comunque meno rassicurata della precedente, in quanto, per esempio, potrebbe essere nata dall'esigenza di riequilibrare una precedente situazione finanziaria non buona, caratterizzata da esuberi di immobilizzazioni e/o di passività correnti;
- C) *il terzo caso prevede che ancora che le due gestioni, operativa e non, sia entrambe positive, ma prevede anche che quella non operativa risulti prevalente*: quando questo si verifica, ossia sostanzialmente quando la gestione non operativa prevale sull'autofinanziamento, la situazione è spesso preoccupante, in quanto succede che le dismissioni delle immobilizzazioni, il ricorso a nuovi debiti ed eventualmente anche gli aumenti di capitale risultano preponderanti sul ricorso a nuovi investimenti, sulle riduzioni di passività e di distribuzioni dei dividendi. Si tratta comunque di una situazione meno preoccupante della prossima, in cui il cash flow (cioè GO) è addirittura negativo. Bisogna comunque valutare singolarmente la situazione a seconda di quale rimedio venga adottato dall'azienda per reperire le proprie risorse finanziarie:
- se, tra le nuovi fonti di risorse finanziarie, risulta prevalente una consistente riduzione delle attività fisse (cioè i *disinvestimenti*), la situazione potrebbe risultare grave: infatti, ciò significherebbe che il fabbisogno di risorse dell'azienda viene coperto in gran parte con la dismissione dei beni immobili, che ovviamente non saranno più disponibili in futuro; non solo, ma i beni immobili non hanno comunque una elevata liquidità ed inoltre si possono sostituire solo con fonti esterne particolarmente onerose, che risulta peraltro difficili da trovare data una situazione generale dell'impresa che offre poche garanzie verso gli eventuali finanziatori;
 - se invece, anziché ricorrere alle dismissioni, l'azienda decide di ricorrere all'indebitamento, la situazione, più che grave, diventa delicata: infatti, le ripetute richieste di prestiti mettono l'impresa nella difficoltà di ottenerli (non vengono fornite grosse garanzie da una impresa che chiede sempre prestiti) e, inoltre, aggravano sempre più la situazione patrimoniale dell'impresa stessa;
 - l'ultima possibilità è quella di ricorrere ad un aumento del capitale, che però deve essere una eventualità assolutamente eccezionale, da valutarsi caso per caso a seconda dei modi e del contesto in cui si realizza.
- D) *il quarto caso prevede che la gestione operativa sia negativa (flusso di cassa negativo), mentre invece la gestione non operativa sia positiva*: è una situazione decisamente non buona, peggiore della precedente proprio perché non solo si ha un forte ricorso a dismissioni delle immobilizzazioni, a nuovi debiti ed eventualmente anche gli aumenti di capitale, ma si ha anche un flusso di cassa negativo, che non può che aggravare il fenomeno. Inoltre, l'impresa, per far fronte ai fabbisogni finanziari, dissipa, per la gestione corrente, più risorse di quelle destinate ai nuovi investimenti (se previsti).

Da questo punto in poi si analizzano situazioni in cui la variazione del capitale circolante è negativa ($\delta CC < 0$), il che è ovviamente indice di situazioni in generale non buone.

- E) *in questo caso, la gestione operativa è positiva mentre quella non operativa è negativa e prevalente su di essa*: in questo caso, essendo positivo il cash flow ($GO > 0$), la riduzione del capitale circolante può essere dovuta ad una fase particolarmente onerosa della vita aziendale. In questa situazione, diventa importante valutare sia gli *indici di liquidità* (che analizzano la capacità dell'impresa di far fronte ai debiti di brevi scadenze) sia la convenienza e la congruità economico-temporale degli stessi investimenti e dei relativi piani di ammortamento. Se invece il capitale circolante diminuisce essenzialmente perché si avvicinano le scadenze dei debiti, ossia quindi perché aumentano le passività correnti, diventa opportuno valutare se sia il caso o meno di coprire nuovamente le immobilizzazioni in modo adeguato. Del resto, la situazione potrebbe comunque tendere al miglioramento, in quanto potrebbe essere che i debiti in scadenza non debbano essere rinnovati e quindi ci sia un annullamento dei conseguenti oneri finanziari a carico degli esercizi futuri;
- F) *in questo caso, entrambe le gestioni, operativa e non, sono negative e quella non operativa prevale*: abbiamo anche in questo caso una soluzione abbastanza delicata, in cui, ad esempio, la gestione non operativa è negativa perché sono stati avviati nuovi investimenti mirati a risollevere le sorti dell'azienda dato l'andamento negativo delle vendite ($GO < 0$). Potrebbe esserci uno spiraglio in caso di perdita d'esercizio limitata, nonostante siano state comunque erose grosse quantità di attività correnti oppure sia siano verificati notevoli aumenti dei debiti a breve termine;
- G) *adesso, la gestione operativa, non solo è negativa, ma risulta anche prevalente su quella non operativa, anch'essa negativa*: sono le avvisaglie di una crisi, in quanto la perdita di esercizio risulta perfino maggiore della riduzione delle risorse finanziarie di lungo termine. I problemi vengono sia dal fatto che la perdita può essere notevole, sia anche dal fatto che l'impresa potrebbe ricorrere ad alcuni disinvestimenti oppure a nuovi debiti di lungo termine per fronteggiare i fabbisogni finanziari più urgenti, come appunto la perdita d'esercizio oppure il pagamento di vecchi debiti prossimi alla scadenza, il che la metterebbe nella difficoltà di rimediare nel tempo ad un andamento della gestione decisamente non positivo;
- H) *l'ultima possibilità è quella in cui la gestione non operativa risulta positiva, ma la perdita di esercizio risulta prevalente su di essa*: in questa situazione, dato che la gestione non operativa non riesce a coprire la perdita d'esercizio, capita spesso che solo un consistente aumento di capitale possa risollevere l'azienda.

A questo punto, possiamo tirare delle conclusioni generali:

- *quando il flusso di capitale circolante è positivo ($\delta CC > 0$)*, generalmente la situazione finanziaria dell'impresa è positiva, tranne nei casi in cui la gestione non operativa genera più risorse di quella operativa (caso D): in questo caso, infatti, le vendite non sono adeguate per garantire prosperità all'azienda. Eccetto che in queste eventualità, quindi, l'incremento del capitale circolante evidenzia come l'autofinanziamento dell'impresa riesca a coprire sia i fabbisogni di lungo termine (investimenti) sia una parte di quelli correnti;
- *quando il capitale circolante risulta sostanzialmente invariato ($\delta CC \cong 0$)*, può essere che la struttura e l'operato dell'azienda siano stabili e correnti,

garantendo la possibilità di fronteggiare la gestione dell'impresa ed il suo sviluppo;

- infine, se il capitale circolante risulta in diminuzione ($\delta CC < 0$), l'analisi finanziaria rivela un quadro tendenzialmente negativo, a meno che tale diminuzione non sia causata da recuperi di precedenti esuberi di attività correnti (caso E). In tutti gli altri casi, si deve sperare che l'esercizio non si sia chiuso in perdita ($GO > 0$), nel qual caso il problema è nell'eccessivo ricorso agli investimenti o nel fatto che si sono avvicinate le scadenze di alcuni debiti o ancora nel fatto che è stata eccessivamente remunerata la proprietà. Se invece l'esercizio si è chiuso negativamente, allora significa che la perdita d'esercizio non è stata controbilanciata da dismissioni e ricorsi a capitali di credito e, anzi, potrebbe anche essere stata aggravata da nuovi investimenti e/o da riduzioni di passività fisse.

Variazioni di fonti ed impieghi di breve termine

Come si è detto già in precedenza, per determinare il flusso di cassa totale è anche necessario studiare le variazioni delle fonti (passività) e degli impieghi (attività) di breve termine. Questo tipo di analisi evidenzia gli aspetti della gestione corrente dell'attività di impresa:

- per quanto riguarda le **fonti di finanziamento correnti**, un eventuale ricorso ai debiti commerciali, più che ad altre passività, è generalmente una prassi normale, in quanto denota una buona capacità dell'impresa di **autofinanziarsi** tramite la dilazione dei pagamenti ai fornitori e la riscossione degli anticipi dei clienti. Non solo, ma l'impresa risulta in grado di autofinanziarsi senza usufruire dei *prestiti da istituti di credito*, i quali potrebbero improvvisamente chiederne la restituzione. Del resto, bisogna anche tener conto dell'effetto della **leva finanziaria**, che in talune circostanze (descritte in precedenza) potrebbe addirittura consigliare di ricorrere ai capitali di credito. Infine, sempre nell'ambito delle passività, risulta sempre più conveniente ridurre le giacenze di magazzino e i crediti commerciali rispetto alla riduzione dei titoli a brevi;
- per quanto riguarda, invece, gli **impieghi correnti**, l'analisi risulta un po' più difficile, in quanto non si possono trarre indicazioni molto generali dalla variazione dell'una o dell'altra voce. Si può dire, allora, in modo del tutto generale, che non sia opportuno avere una voce prevalente su tutte le altre, mentre è meglio un "bilanciamento" tra le varie voci. Per esempio, un forte incremento della liquidità potrebbe essere anomalo, dato che il capitale liquido rende molto poco ed è tra l'altro soggetto agli effetti non benefici dell'**inflazione**. Se invece dovessero prevalere i crediti commerciali verso i clienti, potrebbe esserci il sospetto che l'azienda non è efficiente dal punto di vista commerciale, non riuscendo ad ottenere in tempi brevi i pagamenti dei beni e servizi offerti. Infine, anche un eventuale forte incremento delle rimanenze potrebbe chiaramente denotare una **inefficienza commerciale**, con l'aggravante che le giacenze hanno costi non trascurabili e non sempre sono convertibili in liquidità in tempi brevi.

Autore: **Sandro Petrizzelli** (e-mail: sandry@iol.it)

sito personale: <http://users.iol.it/sandry>