

Capitolo 14 - La riclassificazione del bilancio

14.1 LA STRUTTURA DEL CONTO ECONOMICO

Fino ad ora il *Conto economico* e lo *Stato patrimoniale* sono stati visti come “conti della contabilità” all’interno del procedimento di chiusura generale di tutti i conti alla fine dell’esercizio. Si è però avuto modo di ricordare che questi due conti non hanno una mera funzione tecnica nell’ambito della chiusura generale dei conti, ma sono anche la base per la comunicazione dei risultati dell’azienda e della sua situazione patrimoniale e finanziaria ai soggetti interessati. Per questo motivo si è indicato all’interno del *Conto economico* e del conto *Stato patrimoniale* non solo i valori in essi registrati, ma anche i nomi dei conti da cui questi valori derivano. In questo modo, si fornisce al lettore del bilancio di esercizio (formato appunto anche dal *Conto economico* e dallo *Stato patrimoniale*) la possibilità di formulare delle valutazioni sull’andamento economico, sul modo in cui il reddito si è formato (ovvero quali elementi vi hanno concorso) e sulla situazione patrimoniale e finanziaria (consistenza del patrimonio e del capitale, situazione debitoria, liquidità, investimenti, ecc.). Proprio per rendere più leggibile il bilancio, la forma dei due conti può essere migliorata, senza ovviamente alterare la sostanza del contenuto. In particolare, il *Conto economico*, sino ad ora visto nella sua forma a due sezioni (dare e avere) può essere presentato in una forma detta “a scalare”. La forma a scalare prevede che tutti i valori vengano indicati in un’unica sezione avendo cura di segnare con segno positivo gli elementi positivi (i cosiddetti ricavi) e con segno negativo quelli appunto negativi (i cosiddetti costi). In questo modo il *Conto economico* si presenta come una successiva sottrazione dagli elementi positivi degli elementi negativi. La forma “a scalare” porta ad una struttura del tipo qui di seguito indicato.

+	Ricavi
-	Costi
=	Risultato

La forma può avere un notevole impatto sulla “leggibilità” delle informazioni. Ad esempio, la forma “a scalare” permette di calcolare dei risultati intermedi individuando specifici ambiti di attività dell’impresa. Ad esempio, è consuetudine separare gli aspetti legati alla tipica attività operativa dell’azienda (l’acquisto, la trasformazione e la vendita dei prodotti e dei servizi) dall’attività di raccolta dei finanziamenti, dagli eventi di carattere straordinario e dai costi legati alle imposte. La separazione di questi diversi ambiti, individuando gli specifici costi e ricavi degli stessi, permette di dare dei giudizi sulla capacità dell’azienda di produrre valore nello svolgimento dei suoi processi di trasformazione, senza influenzare questo giudizio attraverso la considerazione dei costi dei finanziamenti (che dipendono da scelte tra capitale proprio e capitale di terzi), l’imposizione fiscale e l’eventuale incidenza di oneri e proventi

straordinari. Così, la conoscenza del reddito (prima delle imposte) che si sarebbe avuta se non si fossero verificati degli eventi straordinari (come le plusvalenze e le minusvalenze da alienazione) dà una migliore percezione di quanto valore l'azienda produce in condizioni normali.

La forma di un conto economico di questo tipo potrebbe essere la seguente :

+	Ricavi	
-	Costi operativi	
	Risultato operativo	
-	Oneri finanziari	
+	Proventi finanziari	
	Risultato economico ordinario	
-	Oneri straordinari	
+	Proventi straordinari	
	Risultato prima delle imposte	
-	Imposte	
=	Risultato netto	

Definita la struttura “a scalare” del *Conto economico*, è necessario fare alcune ulteriori specificazioni. Innanzitutto, vi sono almeno due modi di presentare il *Conto economico* in questa forma. Il primo modo viene denominato “a ricavi e costo del venduto”. Questa configurazione di conto economico riprende quella presentata in precedenza con la specificazione che alla voce costi operativi si imputano solo i costi di competenza, ovvero i costi relativi ai prodotti venduti. È facile intuire che i costi dei prodotti venduti sono tutti i costi sostenuti dall'azienda nel periodo, meno i costi considerati non di competenza (appunto perché relativi a prodotti non venduti e a materie non utilizzate) cioè il valore delle rimanenze finali di prodotti e materie, meno i costi relativi a prodotti non venduti nel periodo precedente ma venduti nell'esercizio corrente (rimanenze iniziali di prodotti finiti) e quelli delle materie acquistate in precedenza ma utilizzate in questo esercizio (rimanenze iniziali di materie). Da questa definizione intuitiva, deriva la seguente definizione di costo del prodotto venduto:

+	Costi operativi sostenuti nell'esercizio	
+	Rimanenze iniziali di materie prime e di merci	
+	Rimanenze iniziali di prodotti finiti e di semilavorati	
-	Rimanenze finali di materie prime e di merci	
-	Rimanenze finali di prodotti finiti e di semilavorati	
=	Costo del prodotto venduto	

Allo stesso tempo, è possibile definire come costo della produzione del periodo la somma risultante dai costi sostenuti, più i costi delle materie non acquistate ma ricevute dall'esercizio precedente e impiegate in questo esercizio per la produzione (rimanenze iniziali di materie), meno il costo delle materie acquistate nel periodo ma non impiegate (rimanenze finali di materie). Data questa definizione di costo della produzione, è possibile affermare che il costo del prodotto venduto è dato dal costo della produzione più il costo dei prodotti finiti venduti nel periodo ma prodotti in quello precedente (rimanenze iniziali di prodotti finiti) meno il costo dei prodotti finiti ottenuti nell'esercizio ma non ancora venduti (rimanenze finali di prodotti finiti). Allora il costo del prodotto venduto risulta essere:

+	Costi operativi sostenuti nell'esercizio	
+	Rimanenze iniziali di materie prime e di merci	
-	Rimanenze finali di materie prime e di merci	
=	Costo della produzione	
+	Rimanenze iniziali di prodotti finiti e di semilavorati	
-	Rimanenze finali di prodotti finiti e di semilavorati	
=	Costo del prodotto venduto	

La configurazione del *Conto economico* “a ricavi e costo del venduto” è allora la seguente:

<ul style="list-style-type: none"> + Ricavi di vendita <hr/> - Costo del prodotto venduto = Risultato operativo - Oneri finanziari + Proventi finanziari <hr/> = Risultato economico ordinario - Oneri straordinari + Proventi straordinari <hr/> = Risultato prima delle imposte - Imposte <hr/> = Risultato netto 		<ul style="list-style-type: none"> + Costi operativi sostenuti nell'esercizio + Rimanenze iniziali di materie prime e di merci - Rimanenze finali di materie prime e di merci <hr/> = Costo della produzione + Rimanenze iniziali di prodotti finiti e di semilavorati - Rimanenze finali di prodotti finiti e di semilavorati <hr/> = Costo del prodotto venduto (*)
--	--	--

(*) Si noti come il Costo del prodotto venduto (CPV) venga sottratto dai ricavi e quindi entri con segno negativo. Se si fosse fatta la sottrazione diretta dei valori del CPV dai ricavi il segno di ogni valore avrebbe dovuto essere invertito (il CPV ha segno meno!)

Infine, è possibile utilizzare una configurazione “a valore della produzione e costi della produzione” nella quale viene individuato il valore di quanto è stato prodotto (pari alle vendite meno quanto venduto ma non prodotto nell'esercizio perché ricevuto dall'esercizio precedente (le rimanenze iniziali di prodotti finiti) più quanto prodotto ma non venduto (le rimanenze finali di prodotti finiti). Dal costo della produzione si sottrae il costo della produzione, determinato come sopra. Un conto economico di questo tipo risulta così strutturato:

<ul style="list-style-type: none"> + Ricavi di vendita - Rimanenze iniziali di prodotti finiti e di semilavorati + Rimanenze finali di prodotti finiti e di semilavorati <hr/> = Valore della produzione <hr/> - Costo della produzione = Risultato operativo - Oneri finanziari + Proventi finanziari <hr/> = Risultato economico - Oneri straordinari + Proventi straordinari <hr/> = Risultato prima delle imposte - Imposte <hr/> = Risultato netto 		<ul style="list-style-type: none"> + Costi operativi sostenuti nell'esercizio + Rimanenze iniziali di materie prime e di merci - Rimanenze finali di materie prime e di merci <hr/> = Costo della produzione
---	--	--

È evidente che in termini algebrici nulla cambia e il risultato finale è lo stesso. Tuttavia si tratta di modi diversi di presentare il Conto economico. Nei paragrafi che seguono il tema della forma dei prospetti di bilancio verrà ripreso e le conseguenze informative dell'impiego delle diverse forme diverranno evidenti.

Infine è utile considerare brevemente la forma di Conto economico imposto dall'art.2425 del Codice Civile italiano (e per questo detto "bilancio civilistico"). Si tratta di una forma "a valore della produzione e costi della produzione" che vuole far emergere, oltre alle grandezze di cui sopra, anche le seguenti:

- il **Valore aggiunto**, che si ottiene sottraendo al valore della produzione i costi della produzione relativi al consumo di beni e servizi, cioè risorse diverse dal lavoro dipendente; il valore aggiunto misura la parte del valore della produzione che va a remunerare gli apportatori di lavoro dipendente, i creditori, il fisco e i proprietari; è una misura che, sostanzialmente, equivale a quella, omonima, impiegata nella contabilità nazionale per misurare il prodotto interno lordo di un settore o di un sistema economico;
- il **Margine Operativo Lordo (MOL)** dato dalla differenza tra Valore aggiunto e Costo del lavoro dipendente oppure, alternativamente, dal Risultato operativo caratteristico maggiorato dell'importo di Ammortamenti/svalutazioni di immobilizzazioni;

Il tema dello studio della forma del bilancio prevista dalla normativa civilistica appartiene all'ambito della Ragioneria e a questa disciplina si rinvia. Si vuole solo qui ricordare la forma ufficiale del bilancio che può essere riassunta (per semplicità) nello schema seguente.

+	Valore della produzione (A)	
-	Costi della produzione: beni e servizi (B ₁)	
	Valore aggiunto (A - B ₁)	
-	Costi della produzione: lavoro dipendente (B ₂)	
	Margine operativo Lordo	
-	Costi della produzione: ammortamenti e svalutazioni e oneri diversi (B ₃)	
	Risultato operativo caratteristico C = (A - B ₁ - B ₂ - B ₃)	
+	Proventi finanziari e accessori (D)	
	Risultato operativo globale (C + D)	
-	Oneri finanziari (F)	
	Risultato ordinario (C + D - F)	
+/-	Rettifiche di valore attività finanziarie (G)	
+/-	Proventi e oneri straordinari (H)	
	Risultato prima delle imposte (F +/- G +/- H)	
-	Imposte sul reddito (I)	
	Risultato (utile o perdita) di esercizio (F +/- G +/- H - I)	

Nelle parti che seguono adotteremo uno schema che ricalca, a differenza del prospetto civilistico, uno schema a costo del venduto. All'interno del costo del venduto, introduciamo un'ulteriore disaggregazione tra costi variabili e costi fissi, che è funzionale all'analisi dei profili di rischio della gestione operativa.

14.2 FINALITA' DELLA RICLASSIFICAZIONE

Il bilancio fornisce la sintesi di una massa di informazioni elementari relative a tutti i fatti gestionali che hanno interessato l'entità giuridica corrispondente all'azienda.

- La **riclassificazione del bilancio** consiste nel raggruppare le voci economiche e patrimoniali in categorie omogenee al fine di rendere più espressive, coordinate e sintetiche le informazioni sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda.

Se elaboriamo bilanci riclassificati secondo uno schema uniforme possiamo:

- effettuare confronti nel tempo tra bilanci di un'impresa;
- effettuare confronti tra bilanci di imprese diverse;

- applicare tecniche di analisi di bilancio (quozienti, rendiconti finanziari, confronto con valori di mercato).

14.3 GLI SCHEMI DI RICLASSIFICAZIONE

Si possono applicare schemi alternativi di riclassificazione, in funzione degli interessi dell'analista e della disponibilità di informazioni aggiuntive rispetto a quelle presenti nel bilancio.

Limitiamoci a confrontare due criteri di riclassificazione, che si differenziano soprattutto per il trattamento delle **poste patrimoniali**:

1. Il criterio della **liquidità/esigibilità** elenca le attività in ordine di liquidità decrescente (partendo dalla cassa e c/c attivi fino ad arrivare alle immobilizzazioni) e le passività in ordine di esigibilità decrescente (dai c/c passivi ai debiti a lungo termine);
2. Il criterio **funzionale** o della **pertinenza gestionale** aggrega le voci patrimoniali (ed economiche) distinguendo quelle che riguardano il "cuore" dell'attività dall'impresa dalle voci relative ad attività strumentali, accessorie o a carattere straordinario.

Il **criterio della liquidità/esigibilità** mette in primo piano la capacità dell'attivo aziendale di generare la liquidità necessaria per soddisfare gli impegni nei confronti dei creditori (equilibrio finanziario). Richiede una ricognizione dettagliata della natura contrattuale o tecnica delle voci patrimoniali. Trascura i nessi logici e funzionali tra voci patrimoniali e tra voci patrimoniali ed economiche.

Il **criterio funzionale** mette in primo piano la produzione del **risultato operativo** mediante l'utilizzo di un complesso di **attività d'impresa** impiegate nella gestione caratteristica (distinti dalle attività accessorie). Evidenzia inoltre la **struttura finanziaria** (apporto relativo di creditori e proprietari al finanziamento delle attività d'impresa) e la conseguente **ripartizione del risultato operativo** tra creditori, proprietari e fisco. Richiede informazioni extracontabili (interne). E' il criterio appropriato per analizzare la redditività e il rischio delle imprese.

⇒ *Noi seguiremo il **criterio funzionale**.*

14.4 LE AREE DELLA GESTIONE SECONDO IL CRITERIO FUNZIONALE: DEFINIZIONE

Consideriamo le seguenti aree:

- Gestione operativa (la più importante)
- Gestione finanziaria
- Gestioni accessorie
- Gestione fiscale

14.5 LA GESTIONE OPERATIVA (O CARATTERISTICA):

Si tratta del cuore dell'attività dell'impresa (il suo business caratteristico), comprende i processi di approvvigionamento di fattori produttivi (materie prime, componenti, lavoro, servizi), di trasformazione e di vendita di beni/servizi.

Richiede, per essere svolta, una dotazione di **attività operative** (o attività d'impresa) comprendenti: capitale circolante operativo, composto da crediti commerciali e scorte e in parte finanziato da debiti verso fornitori di beni o di lavoro (debiti verso fornitori e lavoratori dipendenti): immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari, immobili strumentali), immobilizzazioni immateriali (marchi, brevetti, investimenti in ricerca e sviluppo o in pubblicità).

14.5.1 Le componenti dello stato patrimoniale

Proponiamo il seguente schema di esposizione delle poste patrimoniali classificabili come attività o passività operative.

LE VOCI PATRIMONIALI DI PERTINENZA DELLA GESTIONE OPERATIVA

	ATTIVITA'	PASSIVITA'	
Capitale circolante operativo netto	Crediti verso clienti (al netto di fondi rettificativi) + Scorte di materie prime, semilavorati, prodotti finiti = ATTIVITÀ CORRENTI OPERATIVE	Debiti verso fornitori + Debiti verso dipendenti a breve = PASSIVITÀ CORRENTI OPERATIVE	PASSIVITÀ OPERATIVE TOTALI
		+ Fondo TFR	
ATTIVITÀ OPERATIVE TOTALI	Immobilizzazioni materiali lorde - Fondo ammortamento imm. materiali = IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	DIFFERENZA TRA ATTIVITÀ OPERATIVE TOTALI E PASSIVITÀ OPERATIVE TOTALI	ATTIVITÀ OPERATIVE NETTE
	Immobilizzazioni immateriali lorde - Somme ammortamenti effettuati = IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI NETTE		

Nel prospetto precedente si ricavano alcune voci di sintesi:

Capitale circolante operativo netto = Attività correnti operative – Passività correnti operative.

Immobilizzazioni operative nette = Immobilizzazioni materiali nette + Immobilizzazioni immateriali nette

Attività operative nette (dette anche Capitale investito netto) = Attività operative totali – Passività operative totali.

Il valore delle **attività operative nette** indica il fabbisogno di risorse finanziarie necessario per far fronte agli investimenti nella gestione operativa. Tale fabbisogno deve essere coperto da finanziamenti strutturali (debiti di finanziamento e patrimonio netto).

Limitiamo il commento dello schema proposto ad alcuni *nota bene*:

- Tra le attività correnti operative non mettiamo c/c attivi e altre attività liquide (di tesoreria): tali voci, se rilevanti, rappresentano un surplus di liquidità che l'azienda decide di non impiegare nella gestione operativa. Pertanto non le inseriamo qui, bensì nella gestione finanziaria. A rigore potremmo mettere tra le attività correnti operative una parte del saldo dei c/c attivi commisurata alla scorta media di liquidità necessaria per una gestione fluida dei pagamenti. Per semplicità non effettuiamo detta scissione e teniamo la liquidità in un'unica voce attribuita alla gestione finanziaria.
- Tra le passività correnti operative non mettiamo c/c passivi e altri debiti a breve verso le banche. Si potrebbe obiettare che tali debiti dovrebbero essere messi qui, dato che svolgono funzioni analoghe alle dilazioni dei fornitori (ad esempio l'azienda può pagare pronta cassa utilizzando il fido sul c/c anziché pagare a 60 giorni). Preferiamo imputare i debiti a breve verso banche alla gestione finanziaria trattandosi di prestiti concessi da intermediari finanziari in contropartita di una **remunerazione esplicita** e previa **valutazione della solvibilità** dell'impresa, caratteristiche che non si ritrovano nei debiti di fornitura. Inoltre in Italia i debiti bancari a breve hanno rilevanza strutturale, non limitandosi a finanziare il capitale circolante. Preferiamo quindi includerli nella gestione finanziaria.
- Tra i debiti verso dipendenti abbiamo, in Italia, una voce complessa, il fondo Trattamento Fine Rapporto (TFR). Il fondo TFR viene alimentato con accantonamenti periodici pari ad una percentuale delle retribuzioni lorde (è pertanto una parte dello stipendio che viene differita alla cessazione del rapporto). In aggiunta, il fondo viene rivalutato annualmente nella misura del 75% della variazione dell'indice dei prezzi al consumo, più una maggiorazione dell'1,5 %. Il fondo TFR è quindi una voce ibrida, che riflette un debito a medio-lungo termine verso i dipendenti, e sul quale è prevista una remunerazione periodica esplicita, a differenza di quanto vale per i debiti di fornitura. Per semplicità tratteremo questa voce come passività operativa distinta da quelle correnti¹.
- Le immobilizzazioni materiali e immateriali concorrono alle Attività operative nette per il loro valore al netto dei fondi ammortamento (valore netto contabile). In questo modo la misura delle risorse finanziarie assorbite dalle attività operative (cioè le Attività operative nette) è influenzata dalle politiche di ammortamento. La misura che si ottiene è quindi soggetta a un notevole margine di discrezionalità (rinvio a Valutazione delle attività al valore di mercato, capitolo 18).

¹ Il TFR è destinato a ridursi e a scomparire dalle passività aziendali. I relativi accantonamenti saranno sostituiti da apporti a fondi pensione integrativi.

14.5.2 Le componenti del conto economico

Adottiamo il seguente schema in forma “a scalare” a “Ricavi e costo della produzione venduta”:

A. RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI

B. COSTI **VARIABILI** DI PRODUZIONE E VENDITA

- + Acquisti di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;
- + Acquisti di servizi;
- + Costi per godimento beni di terzi;
- + Costi del personale (**Manodopera diretta**)
 - a) Salari e stipendi
 - b) Oneri sociali
 - c) Trattamento di fine rapporto
 - d) Trattamento di quiescenza e simili
- + Costi commerciali variabili
- Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
- Variazione delle rimanenze dei prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti
- Variazione dei lavori in corso su ordinazione
- Costi variabili capitalizzati nell'esercizio (ad es. incrementi di immobilizzazioni per lavori interni)

C. = $A - B$ **MARGINE DI CONTRIBUZIONE**

D. COSTI GENERALI (COSTI FISSI DI **STRUTTURA** E DI **SVILUPPO**)

Per tipo di risorsa acquisita	Per destinazione
+ Acquisti di servizi	+ Costi amministrativi e generali
+ Costi per godimento beni di terzi	+ Spese di ricerca e sviluppo
+ Costi del personale (diverso da Manodopera diretta)	+ Spese di marketing
a) Salari e stipendi	+ Spese di formazione del personale
b) Oneri sociali	
c) Trattamento di fine rapporto	- Costi generali capitalizzati nell'esercizio (ad es. spese ricerca e sviluppo, pubblicità)
d) Trattamento di quiescenza e simili	
- Costi generali capitalizzati nell'esercizio (ad es. spese ricerca e sviluppo, pubblicità)	

E **RICAVI E COSTI NON RICORRENTI**

- + Altri ricavi e proventi
- Oneri diversi di gestione

F. = $C - D + E$ **MARGINE OPERATIVO LORDO**

G. **AMMORTAMENTI ACCANTONAMENTI E SVALUTAZIONI**

- + Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali
- + Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali
- + Altre svalutazioni delle immobilizzazioni
- + Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante **operativo**
- + Accantonamenti per rischi
- + Altri accantonamenti

H. = $F - G$ **RISULTATO OPERATIVO**

- ◆ *Ricordiamo che reddito e utile/perdita sono sinonimo di risultato. Il prospetto indica i segni algebrici con cui le voci di dettaglio concorrono alla formazione delle voci aggregate. Il segno con cui queste ultime concorrono ai risultati intermedi e finale è specificato nelle formule a questi associate.*

14.5.3 Commento alle voci di conto economico

Lo schema evidenzia la formazione del Risultato operativo ottenuto come differenza tra Ricavi e Costi di pertinenza della gestione operativa di competenza dell'esercizio.

- I **Ricavi** sono la voce trainante, la fonte prima del risultato operativo. Se la gestione non genera ricavi, manca il presupposto per l'imputazione dei costi ed il calcolo di un risultato d'esercizio.
 - I **Costi variabili di produzione e vendita** (per lo più rappresentati da materie prime, merci, manodopera diretta e servizi inerenti produzione e vendite) sono quelli più direttamente correlati con i ricavi; al variare dei volumi di produzione e vendite, questi costi variano nella stessa direzione, sebbene non sia quasi mai possibile stabilire una relazione matematica precisa tra costi variabili e ricavi (v. paragrafo 16.3).
 - ◆ *I costi variabili nell'accezione detta sono denominati anche **costi diretti**.*
 - Il **Margine di contribuzione** è la differenza tra ricavi e costi variabili. Come i costi variabili è fortemente correlato con l'ammontare dei ricavi. Il margine di contribuzione deve coprire i restanti costi operativi (che sono fissi, o non direttamente correlati con i ricavi d'esercizio) e generare, al netto di tali costi, una differenza positiva che dà il risultato operativo.
 - I **Costi generali** sono altri costi inerenti la gestione operativa sostenuti nell'esercizio. Nello schema sono classificati sia per tipo di risorsa acquisita (a sinistra), sia per destinazione (a destra). La seconda classificazione evidenzia alcune voci principali: i costi amministrativi e generali che sono costi tendenzialmente fissi dipendenti dalla struttura organizzativa attuale dell'impresa (**di struttura**); le spese di ricerca e sviluppo, di marketing e di formazione sono invece costi discrezionali (**di sviluppo**) sostenuti per migliorare le possibilità di sviluppo futuro della produzione e del fatturato.
 - I **Costi operativi capitalizzati nell'esercizio**, di cui si è parlato al paragrafo 7.5, (variabili e fissi, inseriti come voci di dettaglio nelle rispettive sezioni) sono voci che rettificano ("sospendono") quote di costi variabili e generali sostenuti nell'esercizio, ma che si decide di differire in parte agli esercizi futuri. A fronte della capitalizzazione di costi si registrano incrementi di immobilizzazioni materiali (lavori interni) e immateriali (restanti voci). Tali costi vengono imputati nell'esercizio in corso e in quelli successivi mediante quote di ammortamento. Si tratta di rettifiche il cui importo è pilotabile con notevole discrezionalità dall'estensore del bilancio, che potrebbe approfittarne per gonfiare artificiosamente il reddito di esercizio. Per questo motivo è bene che queste voci siano evidenziate in modo trasparente nel bilancio riclassificato.
 - ◆ *La somma di Costi variabili, Costi generali e ammortamenti corrisponde al **Costo della produzione venduta**, di cui si è detto al paragrafo 14.1. Il Costo della produzione venduta misura i costi totali di competenza dell'esercizio sostenuti per conseguire i Ricavi di competenza dell'esercizio*
- Secondo un'accezione alternativa, più restrittiva rispetto a quella adottata in questo testo, il costo della produzione venduta comprende i soli costi industriali (acquisto di materie prime e trasformazione industriale). Secondo tale accezione alternativa, non sono inclusi nel costo del venduto i costi sostenuti per attività esterne rispetto ai processi di trasformazione industriale, come i costi commerciali e amministrativi.
- I **Ricavi o costi non ricorrenti** comprendono componenti economiche attribuite alla gestione operativa che hanno carattere eccezionale o natura di trasferimenti a titolo gratuito. Tra i Ricavi possiamo avere (ad esempio): plusvalenze da alienazione di immobilizzazioni materiali; contributi pubblici in conto esercizio. Tra i Costi: minusvalenze da alienazioni di immobilizzazioni; perdite su crediti commerciali (differenze tra valore contabile e somma incassata). Queste voci sono tenute distinte perché non vanno considerate nella determinazione del reddito normalizzato dell'impresa, ovvero il risultato prodotto in virtù della capacità autonoma dell'impresa di operare in condizioni di economicità.

- ◆ *La natura contabile delle voci attribuite a questa categoria è uguale a quella dei “Proventi e oneri straordinari” attribuiti non alla gestione operativa bensì alle gestioni accessorie (vedi oltre). Si tratta in entrambi i casi di utili o perdite a carattere non ricorrente originati da differenze tra il valore realizzato di attività o passività e il loro valore contabile, oppure di trasferimenti a titolo gratuito (effettuati o ricevuti) o altre perdite e proventi a carattere aleatorio. Tali componenti sono attribuite qui, in linea di principio, quando sono originate da attività e passività inerenti la gestione operativa. Sono invece attribuite alle gestioni accessorie quando sorgono su attività e passività di pertinenza delle gestioni accessorie. Ci sono delle eccezioni: la prassi stabilita in Italia nei principi contabili dell'Ordine dei dottori commercialisti considera come oneri e proventi straordinari estranei alla gestione operativa le plus/minusvalenze o le rivalutazioni/svalutazioni su attività/passività operative dovute a fatti eccezionali o di entità rilevante, ad esempio: plus/minusvalenze da alienazione di immobilizzazioni o cespiti con alto valore residuo (per cessione di un'intera linea di produzione o di un ramo d'azienda); rivalutazioni delle rimanenze per cambiamento di criterio di valutazione del magazzino; perdite o proventi dovute a causa di forza maggiore (calamità naturali, incendi, furti, ecc.).*
- ◆ *Le svalutazioni **non realizzate** (cioè prodotte non per vendita di cespiti ad altre aziende, ma come mere rettifiche interne di rilevazioni contabili) su attività e passività operative sono attribuite alla categoria (H). Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni.*
- Il **Margine operativo lordo** è la differenza tra Margine di contribuzione e Costi generali, rettificata per la somma algebrica dei ricavi (+) e costi (-) non ricorrenti.
- **Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni** comprendono costi imputati come rettifiche di fine esercizio in contropartita di rettifiche del valore patrimoniale netto delle immobilizzazioni o di altre attività operative (sono costi che non generano uscite di cassa). Tali voci consistono di ammortamenti di immobilizzazioni materiali o immateriali, oppure svalutazioni di immobilizzazioni, crediti commerciali o altre attività dovute a rettifiche del valore contabile. Si tratta di voci molto influenzate dalle politiche di bilancio.

Le Rivalutazioni di attività operative, quando consentite dalla normativa (ad es. rivalutazione monetarie di cespiti) non compaiono come proventi in conto economico in ossequio al principio della prudenza (non devono concorrere alla formazione del risultato netto distribuibile tra i soci). Dette rivalutazioni sono effettuate “fuori esercizio”, cioè hanno contropartita in variazioni di poste del patrimonio netto. Fanno eccezione le rivalutazioni per **riprese di valore**, che consistono nel ripristino di valori precedentemente svalutati.
- Il **Risultato operativo** è la differenza tra Margine operativo lordo e Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni. Misura il reddito al lordo di imposte prodotto dalla gestione operativa, ovvero ciò che alimenta il **ritorno sull'investimento in attività operative nette**.
- ◆ *Proventi e oneri derivanti da variazioni del cambio su crediti e debiti commerciali in valuta sono di pertinenza della gestione finanziaria (vedi oltre 14.6.2).*
- ◆ *Nell'ambito della Gestione fiscale determineremo le Imposte figurative sul risultato operativo che consentono di ottenere il Risultato operativo netto di imposte (v. oltre 14.8).*

14.6 LA GESTIONE FINANZIARIA

- La **gestione finanziaria** è l'area che si occupa dell'approvvigionamento di risorse finanziarie per la copertura dei fabbisogni (presenti e futuri) originati dall'investimento in attività operative nette. Si articola in tre sottoaree:
 - **Gestione dei finanziamenti strutturali**, relativa alla raccolta di capitali stabili nei confronti di creditori e azionisti per la copertura del fabbisogno strutturale a fronte delle attività operative nette **in essere**.
 - **Gestione della tesoreria**, relativa alla sistemazione di fabbisogni o di eccedenze di liquidità aventi natura temporanea o non prevedibile mediante l'uso di riserve di disponibilità liquide e attività finanziarie prontamente liquidabili oppure di forme di indebitamento a scadenza breve o indeterminata prontamente attivabili (come le aperture di credito in c/c).
 - **Gestione delle riserve strategiche di liquidità**, relativa all'accumulo di disponibilità liquide o di altre attività prontamente liquidabili destinate a coprire fabbisogni derivanti da opportunità di investimento **future** (progetti in fase di ricerca e sviluppo).

Per completezza menzioniamo una quarta sottoarea:

- **Gestione dei rischi negoziabili** che riguarda le operazioni finanziarie e assicurative (contratti su strumenti finanziari derivati, polizze assicurative) concluse per ridurre l'impatto sui risultati aziendali di eventi aleatori connessi a fattori macroeconomici o di scenario per i quali esistano mercati organizzati per il trasferimento dei rischi. Esempi:

Fattore aleatorio	Strumento di copertura
- Tassi di interesse su debiti a breve/tasso variabile	- Interest rate swap
- Cambio delle valute di fatturazione	- Compravendite a termine di valuta
- Prezzo dell'energia	- <i>Future</i> (contratti a termine) su petrolio
- Condizioni meteorologiche	- <i>Future</i> sulla temperatura media
- Guasti tecnici degli impianti	- Polizze assicurative

- ◆ *Non approfondiamo la sottoarea della gestione dei rischi, cui abbiamo fatto riferimento a proposito di operazioni in valuta (v. capitolo 18), poiché presuppone conoscenze tecniche relativamente complesse che saranno fornite nei corsi di Economia degli intermediari finanziari e Finanza aziendale.*

14.6.1 Le componenti dello stato patrimoniale

Includendo nel prospetto di stato patrimoniale le voci che pertengono alla gestione finanziaria possiamo calcolare alcune grandezze espressive del segno e della solidità della posizione finanziaria, che sono di seguito elencate e commentate.

- Il **margin di struttura** è la differenza tra i finanziamenti duraturi e gli investimenti in immobilizzazioni operative nette; può essere definito in due modi equivalenti:

$$\begin{aligned} \text{margin di struttura} &= \\ &= \text{patrimonio netto} + \text{debiti strutturali a medio lungo termine} + \text{fondo TFR} - \text{immobilizzazioni operative nette} = \\ &= \text{patrimonio netto} + \text{debiti strutturali a lungo termine} - (\text{immobilizzazioni operative nette} - \text{fondo TFR}) \end{aligned}$$

se positivo il margine di struttura indica un surplus di risorse stabili rispetto agli investimenti a più lento recupero. Tale surplus, indice di solidità della struttura finanziaria, è idealmente impiegato nel finanziamento del capitale circolante o in riserve di attività

liquide (di tesoreria o strategiche). Un margine di struttura negativo indica una struttura finanziaria non equilibrata poiché una parte degli investimenti immobilizzati è finanziata con debiti a breve (strutturali o di tesoreria).

- La **posizione finanziaria netta** è la differenza tra attività finanziarie (riserve strategiche e attività di tesoreria e passività finanziarie (debiti strutturali e di tesoreria). Se *negativa*, indica che l'impresa è debitrice netta sul mercato del debito, ovvero che raccoglie risorse a titolo di debito che, insieme con il patrimonio netto, coprono l'investimento in attività operative. Quando è *positiva* l'impresa è creditrice netta, ovvero ha un patrimonio netto esuberante rispetto alle attività operative nette, con un'eccedenza che viene impiegata in attività finanziarie.

Visualizziamo la determinazione di tali voci nel prospetto seguente.

	ATTIVITA'	PASSIVITÀ E PATRIMONIO	
	Attività operative nette <ul style="list-style-type: none"> • Immobilizzazioni operative nette meno Fondo TFR 	Finanziamenti strutturali <ul style="list-style-type: none"> • Patrimonio netto • Debiti strutturali a medio lungo termine 	} Posizione finanziaria netta
Margine di struttura	<ul style="list-style-type: none"> • Capitale circolante operativo netto 	<ul style="list-style-type: none"> • Debiti strutturali a breve termine 	
Attività finanziarie	Riserve strategiche di liquidità	Debiti di tesoreria <ul style="list-style-type: none"> • C/c passivi • Altre 	} Passività finanziarie
	Attività di tesoreria <ul style="list-style-type: none"> • C/c attivi • Altre 		

Lo schema evidenzia una situazione “normale” per un'impresa industriale così caratterizzata:

- Margine di struttura positivo;
- Posizione finanziaria netta negativa (debitoria).

Sulla gestione finanziaria ci preme fissare alcuni *nota bene*:

- È un'area a servizio della gestione operativa. Non esercita una forza propulsiva autonoma nei confronti della gestione aziendale. Il fine primario della gestione finanziaria è quello di procurare i mezzi necessari allo sviluppo della gestione caratteristica. I mezzi raccolti devono avere un costo e una durata/stabilità compatibili, rispettivamente, con il rendimento e con l'orizzonte temporale di rientro degli investimenti in attività operative. Compito della gestione finanziaria è però anche quello di segnalare alla gestione operativa il livello del costo del capitale che i mercati finanziari richiedono per finanziare l'azienda, in modo che siano accettati soltanto i progetti di investimento che rendono più del costo del capitale.

- ◆ *Su questa problematica cruciale si tornerà diffusamente nei capitoli 16 (leva finanziaria), 17 (rendiconto finanziario) e 18 (valore di mercato).*
- La classificazione dei debiti e delle attività finanziarie per sottoaree (distinguendo da un lato riserve strategiche e attività di tesoreria e dall'altro, debiti strutturali e di tesoreria) può basarsi solo su informazioni interne relative alla loro natura e alla destinazione (non basta conoscere le caratteristiche contrattuali come forma tecnica, scadenza, ecc.).
- Abbondanti riserve di liquidità o attività finanziarie non sempre sono un sintomo di buona gestione: se non sono giustificate da fabbisogni temporanei previsti o probabili (gestione di tesoreria) o da fabbisogni per investimenti futuri (riserve strategiche di liquidità) denotano un “ristagno” presso l’impresa di risorse in eccesso che rischiano di essere utilizzate per nascondere una gestione operativa inefficiente (alti proventi finanziari possono far comodo al management per esporre in bilancio un reddito netto elevato pur in presenza di un risultato operativo insoddisfacente). Correttamente tali risorse in eccesso andrebbero restituite ai finanziatori mediante rimborso di debiti, pagamento di dividendi straordinari o riacquisto di azioni.

14.6.2 Le componenti del conto economico

Aggiungiamo al conto economico in forma scalare le sezioni seguenti relative alla gestione finanziaria:

I. ONERI E PROVENTI FINANZIARI

- Interessi passivi
 - Su debiti strutturali a medio-lungo termine
 - Su debiti strutturali a breve termine
 - Su debiti di tesoreria
- + Interessi attivi
 - Su riserve strategiche di liquidità
 - Su attività di tesoreria

J. UTILI/PERDITE IN CONTO CAPITALE SU ATTIVITÀ FINANZIARIE

- +/- Plus/minusvalenze da alienazione di titoli
- +/- Rivalutazioni/svalutazioni di titoli

K. DIFFERENZE DI CAMBIO

- +/- Su attività e passività operative
- +/- Su attività e passività finanziarie

$$L = I + J + K \quad \text{RISULTATO DELLA GESTIONE FINANZIARIA}$$

Proponiamo alcuni commenti alle voci sopra riportate.

- I **proventi e oneri finanziari** comprendono gli interessi attivi e passivi distinti per sottoaree della gestione finanziaria. Si tratta delle componenti di reddito più importanti generate dalle attività finanziarie e dai debiti di finanziamento.
- Gli **utili e perdite in conto capitale su attività finanziarie** sono componenti di reddito realizzate (plus/minusvalenze da alienazione) o soltanto contabilizzate (rettifiche di valore) originate da variazioni del prezzo di mercato dei titoli tra l’acquisto e la vendita (plus/minusvalenze) o tra l’acquisto e la chiusura del bilancio (rettifiche di valore). Normalmente hanno peso limitato in un’impresa industriale, dato che queste dovrebbero privilegiare investimenti finanziari poco rischiosi in attività liquide e in titoli a breve termine, caratterizzati da una variabilità nulla o molto contenuta dei prezzi di mercato, dal momento che sono già esposte a rilevanti rischi operativi.

- Le **differenze di cambio** (di cui si è parlato nel capitolo 12) si producono su crediti e debiti denominati in valuta diversa dalla moneta di conto per effetto di variazioni del cambio che avvengono tra la data di originazione del credito/debito e la data di estinzione o di chiusura contabile. Sono una categoria particolare perché comprende anche oneri e proventi generati su attività e passività operative (tipicamente crediti e debiti commerciali). È corretto attribuire tali componenti aleatorie alla gestione finanziaria perché è qui che le stesse possono essere gestite mediante operazioni di copertura dei rischi di cambio.
- ◆ *Le ultime due categorie (J e K) sono incluse per completezza e non verranno approfondite né riprese in seguito.*

14.7 LE GESTIONI ACCESSORIE: ALCUNI CENNI

- Le **gestioni accessorie** riguardano attività che non sono impiegate nella gestione operativa, le quali generano proventi ed oneri che vanno tenuti distinti dalla formazione del risultato operativo.

Le principali tipologie di investimenti in attività accessorie sono così elencabili:

ATTIVITÀ ACCESSORIE	VOCE CONTABILE DI APPARTENENZA	ESEMPI
Immobili non impiegati nell'attività operativa	Immobilizzazioni materiali	<ul style="list-style-type: none"> • Palazzina ad uso abilitativo acquistata con surplus strutturale di liquidità • Area edificabile mantenuta a seguito della chiusura di uno stabilimento
Beni mobili non impiegati nell'attività operativa	Immobilizzazioni materiali	<ul style="list-style-type: none"> • Vettura sportiva del figlio del proprietario acquistata in capo all'impresa
Partecipazioni strategiche in attività integrate con il business dell'impresa Crediti verso società partecipate	Immobilizzazioni finanziarie	<ul style="list-style-type: none"> • Quota di controllo nella società che commercializza i prodotti dell'impresa • Quota di partecipazione a consorzio o società di servizi tra imprese
Partecipazioni finanziarie	Immobilizzazioni finanziarie	<ul style="list-style-type: none"> • Partecipazione di minoranza in impresa di nuova costituzione (operazione di <i>venture capital</i>) effettuato attraverso l'impresa per motivi di opportunità fiscale od altra natura

14.7.1 Perché esistono le attività accessorie

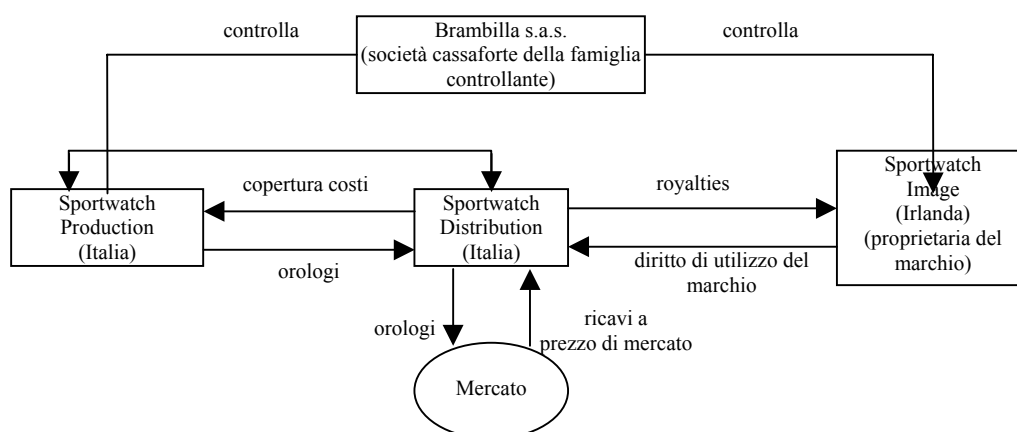
Raggruppando per funzioni, abbiamo due categorie di attività accessorie (tralasciamo i casi folkloristici come quello della vettura sportiva):

- **Investimenti “cassaforte”**, o *surplus assets* (immobili extraoperativi, partecipazioni finanziarie) effettuati per impiegare surplus di liquidità strutturali non assorbiti dalla gestione operativa al fine di ottenere una redditività migliore di quella delle attività finanziarie liquide (ancorché esposta a maggiori rischi).
- **Partecipazioni strategiche in altre società**, che sottintendono il trasferimento di “pezzi” della gestione operativa verso altri veicoli societari nell'ambito di politiche di gruppo. Nel caso di partecipazioni di controllo l'analisi economico-finanziaria deve riguardare il **bilancio consolidato** del gruppo di imprese. Nel bilancio consolidato, nello stato

patrimoniale si tolgono le Partecipazioni e si inseriscono le attività e le passività delle imprese controllate, eliminando per compensazione i crediti/debiti intragruppo; in conto economico, si tolgono i dividendi (e le rettifiche di valore delle partecipazioni) delle controllate e si inseriscono i relativi costi/ricavi elidendo quelli per transazioni intragruppo.

- ◆ *In assenza di un Bilancio consolidato (argomento che non approfondiamo in questo corso) l'analisi economico finanziaria delle partecipazioni deve basarsi sui bilanci delle partecipate. Le informazioni ottenibili dal bilancio delle controllanti sono sintetiche (solo il risultato netto e il valore patrimoniale) datate (si basano su informazioni tratte dall'ultimo bilancio ufficiale che è di solito quello dell'esercizio precedente) e manipolabili (le eventuali svalutazioni delle partecipazioni sono effettuate con un notevole margine di discrezionalità).*
- ◆ *In tutti i casi, i risultati economici emergenti dal bilancio (non consolidato) di un'impresa appartenente a un gruppo possono essere distorti da politiche della controllante attuate per finalità di elusione fiscale o per favorire gli azionisti di controllo a scapito degli azionisti di minoranza delle partecipate. Tali politiche si basano sulla fissazione dei **prezzi di trasferimento** sugli scambi intragruppo e **operazioni straordinarie** (incorporazioni, fusioni, scorpori, cessioni di partecipazioni).*

Ipotizziamo un gruppo (immaginario) che produce orologi sportivi



Attraverso il pagamento di cospicue royalties, viene depauperata la redditività delle due società operative. Gli utili vengono trasferiti sulla società Irlandese, dove la controllante beneficia di un più favorevole trattamento fiscale.

14.7.2 Componenti economiche generate

Riepiloghiamo le componenti economiche accessorie per tipologie di investimento

TIPO DI INVESTIMENTO	COMPONENTI ECONOMICHE		
	RICAVI RICORRENTI	COSTI RICORRENTI	PROVENTI E ONERI STRAORDINARI
Immobili non impiegati nell'attività operativa	Affitti	Spese di gestione Ammortamenti	Plus/minusvalenze da alienazione Svalutazioni (rivalutazioni)
Partecipazioni	Dividendi		Plus/minusvalenze da alienazione Svalutazioni (rivalutazioni)

Sono attribuite alle gestioni accessorie, tra le componenti straordinarie, anche oneri e proventi su attività e passività operative che abbiano carattere eccezionale e siano di entità rilevante (v. sopra 14.5.3).

Nelle gestioni accessorie le componenti economiche straordinarie tendono di norma a prevalere (nel medio periodo) su quelle ricorrenti, e sono gestibili con ampia discrezionalità.

Gli schemi di bilancio riclassificato che utilizziamo in questo corso non contengono (per esigenze di semplicità) voci di pertinenza delle gestioni accessorie. Nei bilanci reali è raro (se non impossibile) non trovarle. Se si trovano vanno seguiti due principi generali:

- in presenza di partecipazioni strategiche, usare i bilanci consolidati per “guardare dentro” la gestione delle partecipate considerata all’interno dell’economia di un gruppo integrato di imprese;
- per le attività “cassaforte”, fare una valutazione separata dal resto dell’impresa, come se fossero business distinti dall’impresa, (non senza problemi, ad esempio come attribuire una quota dei debiti strutturali alle attività accessorie?). Infatti, le gestioni accessorie “inquinano” i dati riclassificati e rendono meno significativo il confronto tra imprese di un settore. Bisogna comunque rassegnarsi: il bilancio ci dà informazioni lacunose e manipolabili sulla redditività e sul valore di questi *surplus assets*.

14.8 LA GESTIONE FISCALE

14.8.1 Il nostro caso ideale

- La **gestione fiscale** riguarda principalmente i costi sostenuti per imposte sui redditi dell’esercizio calcolati sul risultato lordo imponibile; in via accessoria riguarda le attività e le passività che sorgono nei confronti dell’Erario per lo sfasamento temporale tra calcolo e imputazione in bilancio delle imposte di competenza e versamento (per acconti e a saldo) delle stesse.

In questo corso non possiamo approfondire le specificità del complesso ordinamento tributario vigente in Italia. Per far cogliere comunque le implicazioni essenziali dell’impatto fiscale sui redditi e sui flussi di cassa, ci riferiamo ad un caso ideale semplificato.

Nel nostro mondo ideale esiste un’unica imposta sui redditi d’impresa, ad aliquota proporzionale, che viene calcolata su un reddito imponibile pari al risultato lordo (prima delle imposte) determinato secondo corretti principi contabili. Le imposte sono calcolate in modo esatto e conforme alla normativa fiscale: non esiste il rischio di contenzioso con l’Erario che possa portare all’accertamento in futuro di imponibili ed imposte superiori a quelli dichiarati. Le imposte vengono liquidate immediatamente alla data di chiusura dell’esercizio: non si iscrivono debiti e crediti verso l’Erario per imposte maturate da versare o per versamenti in eccesso da recuperare. Inoltre non esiste imposta sul valore aggiunto (IVA).

In questo caso ideale:

- la gestione fiscale ha solo rilevanza economica, poiché non genera nessuna voce patrimoniale;
- tutti i ricavi e i costi (di qualsiasi area e natura) concorrono alla formazione del reddito imponibile, di cui l’imposta è una frazione calcolata in base ad un’aliquota costante: è quindi possibile determinare con esattezza l’effetto incrementale di ogni componente economica (o di aggregazioni di ricavi e costi) sulla formazione dell’imponibile e delle imposte.

14.8.2 Le imposte nel conto economico: il caso ideale

Sotto le ipotesi enunciate è possibile calcolare le imposte sui redditi come somma algebrica delle imposte di pertinenza delle gestioni operativa e finanziaria (e delle gestioni accessorie, che però non consideriamo per semplicità).

Avremo pertanto, riprendendo i risultati delle aree finora considerate.

H.	RISULTATO OPERATIVO
L.	RISULTATO DELLA GESTIONE FINANZIARIA
	RISULTATO (LORDO) PRIMA DELLE IMPOSTE
$M = H + L$	IMPOSTE SUI REDDITI = $M \times$ ALIQUOTA D'IMPOSTA
N.	Scomponibili in:
	N1. Impatto fiscale Gestione operativa = $H \times$ Aliquota d'imposta
	N2. Impatto fiscale Gestione finanziaria = $L \times$ Aliquota d'imposta
$O. = M. - N.$	RISULTATO (NETTO) DELL'ESERCIZIO

Possiamo giungere al risultato netto con questo schema alternativo.

$H_{bis} = H. - N1.$	RISULTATO OPERATIVO AL NETTO DI IMPOSTE
$L_{bis} = L. - N2.$	RISULTATO GESTIONE FINANZIARIA AL NETTO DI IMPOSTE
$O. = H_{bis} + L_{bis}$	RISULTATO (NETTO) DELL'ESERCIZIO

Le voci H_{bis} e L_{bis} hanno un significato economico rilevante:

- H_{bis} misura il risultato netto che l'impresa avrebbe conseguito con una struttura finanziaria composta esclusivamente da mezzi propri² di importo esattamente corrispondente agli investimenti in attività operative nette (assenza di debito e attività finanziarie). In tal caso, infatti, il risultato operativo, essendo nulli oneri e proventi finanziari, coincide con il risultato lordo prima delle imposte.
- L_{bis} misura l'effetto netto sul risultato d'esercizio rispetto al caso teorico espresso da H_{bis} derivante dalla presenza di attività e passività finanziarie. In una situazione normale con posizione finanziaria netta debitoria L_{bis} ha valore negativo: gli oneri finanziari superano i proventi finanziari. L'effetto netto è un abbattimento dell'imponibile e delle imposte.
- ◆ *Quindi il ricorso a finanziamenti a titolo di debito offre uno scudo fiscale in quanto genera un risparmio d'imposta (rinvio a *Leva finanziaria*, 16.4.8).*

14.8.3 Che cosa cambia nel caso reale

Rispetto al caso ideale la gestione fiscale è, specie in una realtà come quella italiana, molto più complicata e rilevante: una gestione attiva della composizione del conto economico può infatti generare risparmi consistenti sui costi per imposte.

Senza la pretesa di essere esaurienti, mettiamo in luce alcuni aspetti critici:

- I ricavi e i costi fiscalmente rilevanti (ai sensi della normativa) non coincidono con quelli corretti da un punto di vista contabile ("civilistico"). Questo determina:

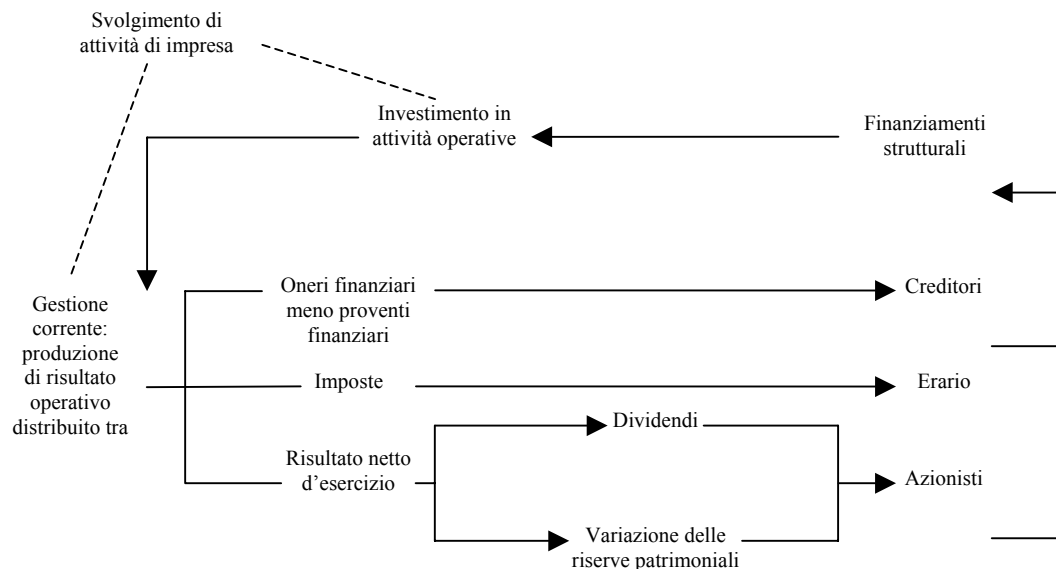
² Ricordiamo che mezzi propri, patrimonio netto e capitale netto sono sinonimi.

- incentivi a sfruttare, nel rispetto della normativa, le opportunità di aumento (o di anticipazione) dei costi deducibili e di riduzione (o di differimento) dei ricavi imponibili, in modo da ridurre (o differire) le imposte pagate su redditi dell'esercizio;
- necessità di evidenziare (in un documento contabile obbligatorio, chiamato nota integrativa) delle rettifiche a fronte di costi e ricavi imputati esclusivamente per ragioni fiscali, che "inquinano" il risultato d'esercizio;
- Esistono due imposte sui redditi d'impresa (nel caso delle società sono IRPEG e IRAP) calcolate su basi imponibili diverse (Risultato lordo per l'IRPEG, Risultato operativo + Costi per il personale, ovvero Valore aggiunto, per l'IRAP). Le aliquote sono proporzionali, ma esistono agevolazioni e altri meccanismi d'applicazione che consentono di calcolare con precisione soltanto l'imposta totale sul reddito imponibile lordo; non è quindi possibile scomporre con precisione l'effetto fiscale delle gestioni operativa, finanziaria e accessoria.
- Lo sfasamento tra calcolo e versamento delle imposte sui redditi e la presenza dell'IVA può originare crediti e debiti verso l'Erario di importo rilevante.

14.9 RIEPILOGO

A compendio degli argomenti presentati nella lezione si presenta un diagramma di flusso nel quale emergono i collegamenti tra investimento in attività operative e raccolta di finanziamenti strutturali, da un lato, e produzione del risultato operativo e distribuzione dello stesso tra Creditori, Erario e azionisti, dall'altro.

Si considerano per semplicità solo le gestioni operativa, finanziaria e fiscale.



A completamento della lezione riportiamo infine i prospetti completi di conto economico e stato patrimoniale riclassificato, depurati per maggior compattezza di alcune voci di dettaglio o accessorie. Si ricorda che non si includono le componenti economiche, tanto ricorrenti quanto di carattere straordinario, afferenti le gestioni accessorie. Si allega inoltre un prospetto che associa ai principali termini presenti nel bilancio riclassificato la corrispondente traduzione inglese, che tende ad essere normalmente usata dagli operatori e dalla stampa finanziaria.

14.9.1 Conto economico riclassificato

A. RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI

C. COSTI VARIABILI DI PRODUZIONE E VENDITA

- + Acquisti di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;
- + Acquisti di servizi;
- + Costi per godimento beni di terzi;
- + Costi del personale (**Manodopera diretta**)
 - e) Salari e stipendi
 - f) Oneri sociali
 - g) Trattamento di fine rapporto
 - h) Trattamento di quiescenza e simili
- + Costi commerciali variabili
- Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
- Variazione delle rimanenze dei prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti
- Variazione dei lavori in corso su ordinazione
- Costi variabili capitalizzati nell'esercizio (ad es. incrementi di immobilizzazioni per lavori interni)

$$C. = A - B \text{ MARGINE DI CONTRIBUZIONE}$$

D. COSTI GENERALI (COSTI FISSI DI STRUTTURA E DI SVILUPPO)

Per tipo di risorsa acquisita	Per destinazione
+ Acquisti di servizi	+ Costi amministrativi e generali
+ Costi per godimento beni di terzi	+ Spese di ricerca e sviluppo
+ Costi del personale (diverso da Manodopera diretta)	+ Spese di marketing
e) Salari e stipendi	+ Spese di formazione del personale
f) Oneri sociali	
g) Trattamento di fine rapporto	
h) Trattamento di quiescenza e simili	
- Costi generali capitalizzati nell'esercizio (ad es. spese ricerca e sviluppo, pubblicità)	- Costi generali capitalizzati nell'esercizio (ad es. spese ricerca e sviluppo, pubblicità)

E. RICAVI E COSTI NON RICORRENTI

- + Altri ricavi e proventi
- Oneri diversi di gestione

$$F. = C - D + E \text{ MARGINE OPERATIVO LORDO}$$

G. AMMORTAMENTI ACCANTONAMENTI E SVALUTAZIONI

- + Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali
- + Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali
- + Altre svalutazioni delle immobilizzazioni
- + Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante **operativo**
- + Accantonamenti per rischi
- + Altri accantonamenti

$$H. = F - G \text{ RISULTATO OPERATIVO}$$

I. ONERI E PROVENTI FINANZIARI

- Interessi passivi
- + Interessi attivi

J. UTILI/PERDITE IN CONTO CAPITALE SU ATTIVITA' FINANZIARIE

K. DIFFERENZE DI CAMBIO

$$L. = I + J + K \text{ RISULTATO DELLA GESTIONE FINANZIARIA}$$

$$M. = H + L \text{ RISULTATO (LORDO) PRIMA DELLE IMPOSTE}$$

N. IMPOSTE SUI REDDITI

$$O. = M - N \text{ RISULTATO (NETTO) DELL'ESERCIZIO}$$

14.9.2 Stato patrimoniale riclassificato

Il prospetto seguente adotta un ordine di elencazione delle voci che si differenzia da quello seguito nei prospetti visti in precedenza, nei quali si volevano evidenziare dati di sintesi parziale come il capitale circolante netto o il margine di struttura. Questo prospetto vuole invece riepilogare le principali categorie di attività e passività distinguendo tra componenti operative e finanziarie

ATTIVITA'	PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO
Crediti verso clienti (al netto di fondi rettificativi) + Rimanenze di materie prime, semilavorati e prodotti finiti = ATTIVITÀ CORRENTI OPERATIVE (A) Immobilizzazioni materiali lorde - Fondo ammortamento imm. materiali = IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE (B) Immobilizzazioni immateriali lorde - Somme ammortamenti effettuati = IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI NETTE (C) = <i>ATTIVITÀ OPERATIVE TOTALI (D=A+B+C)</i>	Debiti verso fornitori + Debiti verso dipendenti a breve = PASSIVITÀ CORRENTI OPERATIVE + Fondo TFR = <i>PASSIVITÀ OPERATIVE TOTALI (I)</i>
	Debiti strutturali a medio lungo termine +Debiti strutturali a breve termine +Debiti di tesoreria = <i>PASSIVITÀ FINANZIARIE TOTALI (J)</i>
	Capitale sociale +Riserve +Risultato netto di esercizio = <i>PATRIMONIO NETTO (K=H-I-J)</i>
RISERVE STRATEGICHE DI LIQUIDITÀ (E) + ATTIVITÀ DI TESORERIA (F) = <i>ATTIVITÀ FINANZIARIE TOTALI (G=E+F)</i>	
= TOTALE ATTIVITÀ (H=D+G)	= TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO (L=I+J+K)

14.9.3 Traduzione e inglese dei principali termini

Ricavi delle vendite	<i>Sales</i>
Margine operativo lordo	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)</i>
Risultato operativo	<i>Operating income oppure Earnings before interest and taxes (EBIT)</i>
Risultato netto di esercizio	<i>Net income oppure Net earnings o più semplicemente Earnings</i>
Attività operative	<i>Operating assets</i>
Attività finanziarie	<i>Financial assets</i>
Capitale netto	<i>Equity oppure Net worth</i>

Capitolo 15 - Gli indici di bilancio

15.1 GLI INDICI DI BILANCIO: FINALITÀ'

- Gli **indici (o quozienti) di bilancio** sono grandezze calcolate come rapporti tra voci di conto economico e/o stato patrimoniale ottenute dai bilanci riclassificati relativi a un singolo esercizio o a due esercizi consecutivi.

Essi adempiono alle seguenti **finalità**:

- **Sintesi** di grandi quantità di informazioni contabili
- **Confronto**:
 - tra dati di una stessa impresa relativi a esercizi diversi (confronto longitudinale o su base storica);
 - tra dati di imprese diverse relativi agli stessi esercizi;
 - con dati di riferimento esterni assunti come valori medio-normali (*benchmark*) di impresa o di settore, ottenuti come:
 - valori medi di gruppi omogenei di imprese
 - standard teorici o soggettivi (ad es. la redditività teorica di un'impresa data una misura del suo rischio, si rinvia al capitolo 18 sul valore di mercato dell'impresa).

Le informazioni fornite dagli indici di bilancio sono spesso imprecise. Le differenze nei valori di un indice nel tempo e tra imprese possono avere molte spiegazioni: non basta un confronto meccanico tra indici per concludere che un'impresa è in situazione migliore di un'altra.

- ◆ *L'analisi degli indici aiuta a porre le domande giuste, ma raramente fornisce le risposte, che richiedono una conoscenza di prima mano e approfondita dell'impresa.*

15.2 GLI INDICI DI BILANCIO: CLASSIFICAZIONE

Gli indici calcolati nella prassi sono molto numerosi. Presenteremo soltanto quelli più usati. Li possiamo classificare in cinque categorie:

- **Indici di produttività/efficienza**, che segnalano quanto efficientemente l'impresa sta usando le proprie attività;

- **Indici di liquidità**, che indicano la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite monetarie previste e inattese.
- **Indici di leva**, che misurano il peso dell'indebitamento nella struttura finanziaria dell'impresa.
- **Indici di redditività**, che misurano il rendimento (o ritorno) sul capitale investito nelle attività operative nette, o sul patrimonio netto.
- **Indici di sviluppo**, che misurano l'incremento (o il decremento) relativo delle principali poste economiche e patrimoniali;

In questa lezione vedremo il calcolo o l'interpretazione degli indici presi isolatamente, nella successiva utilizzeremo insieme coordinati di indici per l'analisi della redditività e del rischio.

15.2.1 Gli indici di produttività/efficienza

- Indicano la capacità dell'azienda di generare dati volumi di grandezze di flusso (produzione, ricavi) contenendo lo stock di attività operative e il connesso fabbisogno finanziario. Sono in genere calcolati come rapporti tra grandezze flusso e stock: quanto maggiore il loro valore, tanto migliore è la produttività dell'impresa nell'utilizzo del capitale investito (con le avvertenze riportate in seguito).

- **Rotazione delle attività operative**

$$\frac{\text{Ricavi (anno } t)}{\text{Attività operative nette (media anni } t \text{ e } t-1)}$$

- Misura l'intensità con cui l'impresa sfrutta la sua dotazione di attività operative (riportate al denominatore come media dei valori a inizio e a fine esercizio).
- Dipende principalmente:
 - dall'intensità di capitale che caratterizza il settore dell'impresa (dipende dalla tecnologia e dalla rilevanza degli investimenti immateriali).
 - a parità di settore, dalle scelte di integrazione o di esternalizzazione (*outsourcing*) di fasi dei processi di produzione/vendita.

Il modello d'impresa prevalente in Italia nel tessuto industriale del Nord Est si basa sull'*outsourcing* della quasi totalità delle fasi dei processi di trasformazione industriale verso imprese subfornitrici proprio per contenere gli investimenti in immobilizzazioni e scorte di materie prime e semilavorati.

- dal grado di ammortamento delle immobilizzazioni;
- dal grado di sfruttamento della capacità produttiva o commerciale disponibile o dall'efficienza tecnica o organizzativa (produzione, commercializzazione, logistica).
- ◆ Un alto valore dell'indice di rotazione non è sempre un segnale di efficienza. Può infatti indicare che l'impresa sta lavorando al limite della propria capacità, oppure che ha un parco di immobilizzazioni vecchio: in entrambi i casi si segnala un fabbisogno di investimenti di rinnovo/espansione. Se questi investimenti verranno effettuati, l'indice di rotazione scenderà bruscamente.

- **Rotazione del capitale circolante netto**

$$\frac{\text{Ricavi (anno } t \text{)}}{\text{Capitale circolante operativo netto (media anni } t \text{ e } t - 1 \text{)}}$$

Misura la capacità di contenere lo stock medio di rimanenze e di crediti commerciali (al netto dei debiti verso fornitori) necessario per sostenere un dato volume di ricavi.

- **Rotazione delle scorte**

$$\frac{\text{Costi variabili di produzione e vendita (anno } t \text{)}}{\text{Rimanenze (media anni } t \text{ e } t - 1 \text{)}}$$

- ◆ *La formula presuppone che le rimanenze siano valutate al costo variabile (diretto) e non al costo pieno, comprensivo di una quota di costi generali; in caso contrario occorre mettere al numeratore una misura dei costi coerente con il criterio di valutazione delle scorte. Si ricorda che i costi variabili totali sono diminuiti dell'eventuale quota capitalizzata a fronte di incremento di immobilizzazioni per lavori interni.*
- ◆ *Un'alta rotazione delle scorte può essere un segnale positivo di efficienza produttiva e commerciale, ma anche un segnale patologico nel caso in cui l'impresa sia costretta a ridurre le scorte per carenza di capitali, con pregiudizio per la continuità della produzione e della commercializzazione.*

- **Periodo medio di incasso dei crediti commerciali (espresso in giorni)**

$$\frac{\text{Crediti vs. clienti (media anni } t \text{ e } t - 1 \text{)}}{\text{Ricavi medi giornalieri (anno } t \text{)}}$$

$$\text{Ricavi medi giornalieri} = \text{Ricavi}/365$$

- ◆ *L'impresa ha convenienza a ridurre la durata delle dilazioni medie per ridurre l'investimento in crediti dati i ricavi. Una riduzione forzata può però tradursi in conseguenze negative (perdita di opportunità di vendita, concessione di sconti)*

Per cogliere intuitivamente il significato di questo indicatore può servire un semplice esempio. L'impresa Lambda ha prodotto nell'anno 200(x) ricavi per 365 miliardi. I suoi crediti verso clienti ammontavano a fine 200(x) a 91 miliardi, importo invariato rispetto ai crediti alla fine dell'anno precedente. La società ha venduto in media per 1 miliardo al giorno. Supponiamo che tale importo sia costante nel tempo e che tutte le vendite siano incassate dopo g giorni dalla fatturazione. Ogni giorno si aggiungono nuovi crediti per 1 miliardo (le vendite fatturate nel giorno) e si estinguono crediti in essere per la stessa cifra (per l'incasso delle fatture emesse g giorni prima). I crediti si stabilizzano su un importo pari ai ricavi fatturati in g giorni di vendita: quindi nel nostro caso, se i crediti ammontano a 91 miliardi, sono spiegati da una durata media g pari a 91 giorni.

15.2.2 Gli indici di liquidità

Misurano la capacità dell'impresa di generare liquidità dalle attività operative e di coprire gli impegni di pagamento a breve termine.

- **Incidenza del capitale circolante netto sulle attività operative**

$$\frac{\text{Capitale circolante operativo netto (anno } t \text{)}}{\text{Attività operative nette (anno } t \text{)}}$$

Il capitale circolante operativo netto misura il valore della componente delle attività operative destinate a generare a breve termine liquidità. L'indice esprime il peso di questa componente sulle attività operative.

- **Indice di liquidità corrente**

$$\frac{\text{Attività correnti operative} + \text{Attività di tesoreria}}{\text{Passività correnti operative} + \text{Debiti di tesoreria} + \text{Debiti strutturali a breve termine(anno t)}}$$

Misura il grado di copertura dei debiti a breve termine (operativi e finanziari).

- **Indice di liquidità differita (acid test)**

$$\frac{\text{Crediti vs. clienti} + \text{Attività di tesoreria (anno t)}}{\text{Passività correnti operative} + \text{Debiti di tesoreria} + \text{Debiti strutturali a breve termine(anno t)}}$$

E' ottenuto come l'indice precedente, ma si sottrae al numeratore il valore delle rimanenze.

- **Indice di liquidità immediata**

$$\frac{\text{Attività di tesoreria (anno t)}}{\text{Passività correnti operative} + \text{Debiti di tesoreria} + \text{Debiti strutturali a breve termine(anno t)}}$$

E' analogo al precedente. Qui al numeratore lasciamo solo le attività prontamente liquidabili.

15.2.3 Gli indici di leva

- Riguardano la struttura finanziaria dell'impresa e misurano l'importanza relativa dei debiti nel finanziamento delle attività operative. Sono calcolati soltanto se la posizione finanziaria netta è debitoria. Nel caso in cui l'impresa non possieda attività finanziarie, la posizione finanziaria netta coincide con i debiti finanziari; quando sono presenti attività finanziarie, tale posizione esprime l'indebitamento netto dell'impresa.

- **Incidenza dell'indebitamento netto sulle attività operative**

$$\frac{\text{Posizione finanziaria netta (media anni t et -1)}}{\text{Attività operative nette (media anni t et -1)}} = \frac{\text{Debiti strutturali} + \text{Debiti di Tesoreria} - \text{Attività di Tesoreria} - \text{Riserve strategiche di liquidità}}{\text{Attività operative nette}}$$

- **Indice di leva finanziaria**

$$\frac{\text{Posizione finanziaria netta (media anni t et -1)}}{\text{Patrimonio netto (media anni t et -1)}}$$

Gli ultimi due indici proposti esprimono lo stesso fenomeno con una scala di misurazione diversa: il primo varia da 0 a 1, mentre il secondo varia da 0 a ∞ . Negli approfondimenti sulla leva finanziaria utilizzeremo il secondo "formato" e ipotizzeremo inoltre attività finanziarie nulle, ovvero posizione finanziaria netta coincidente con i debiti di finanziamento, in formule avremo:

$$\text{Indice di leva finanziaria} = \frac{\text{Debiti strutturali} + \text{Debiti di tesoreria (media anni t et -1)}}{\text{Patrimonio netto (media anni t et -1)}}$$

15.2.4 Gli indici di redditività

- Misurano l'incidenza del risultato operativo o del risultato netto sui ricavi, sulle attività operative, o sul patrimonio netto.

Sono indicatori di sintesi che rappresentano il punto d'arrivo dell'analisi economico finanziaria. Per interpretarli in modo sensato, occorre analizzarli in modo coordinato con gli indici di produttività e di leva (rinvio al capitolo successivo).

- **Redditività delle vendite** (*Return on Sales, ROS*)

$$ROS = \frac{\text{Risultato operativo al netto di imposte}(\text{anno } t)}{\text{Ricavi}(\text{anno } t)}$$

Esprime la percentuale dei ricavi che diventa risultato operativo, che è tanto maggiore quanto minore l'incidenza dei costi.

- ◆ *Si noti l'utilizzo del risultato operativo al netto delle imposte di pertinenza della gestione operativa.*

- **Margine di contribuzione sulle vendite**

$$\frac{\text{Margine di contribuzione}(\text{anno } t)}{\text{Ricavi}(\text{anno } t)}$$

Esprime la percentuale dei ricavi che residua come margine dopo che sono stati coperti i costi diretti di produzione e vendita

- **Redditività delle attività operative** (*Return on Investment, ROI*)

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo al netto delle imposte}(\text{anno } t)}{\text{Attività operative nette}(\text{media anni } t \text{ e } t-1)}$$

Esprime il ritorno sull'investimento nella gestione operativa. È il ritorno netto che percepirebbero, in teoria, gli azionisti se le attività operative fossero finanziate al 100% con patrimonio netto.

Una formula alternativa di calcolo del ROI è la seguente:

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo} + \text{Proventi finanziari}(\text{entrambi netti di imposte, anno } t)}{\text{Attività operative nette} + \text{Attività tesoreria} + \text{Riserve strategiche liquidità}(\text{media anni } t \text{ e } t-1)}$$

Con questa formulazione, gli investimenti in attività finanziarie vengono considerati come un "parcheggio" temporaneo di mezzi destinati all'investimento in attività operative. Ciò giustifica l'aggiunta dei proventi finanziari al risultato operativo e delle attività finanziarie a quelle operative.

Negli sviluppi successivi ipotizzeremo assenze di riserve strategiche di liquidità e un livello trascurabile di attività di tesoreria, ovvero una situazione in cui le differenze tra le due formule sono irrilevanti.

- **Costo medio dei debiti (i_d)**

$$i_d = \frac{\text{Oneri finanziari}(\text{anno } t)}{\text{Debiti strutturali} + \text{Debiti di tesoreria}(\text{media anni } t \text{ e } t-1)}$$

È una stima grezza del tasso di interesse effettivo medio ponderato pagato sui debiti di finanziamento.

- **Redditività del patrimonio netto** (*Return on Equity*, ROE)

$$ROE = \frac{\text{Risultato netto dell'esercizio}(\text{annot})}{\text{Patrimonio netto}(\text{media anni } t \text{ e } t - 1)}$$

Esprime il ritorno conseguito dagli azionisti sull'investimento nel patrimonio netto dell'impresa, quest'ultimo misurato in base al suo valore di bilancio. Gli azionisti partecipano al risultato netto secondo due modalità: la distribuzione di dividendi e l'incremento del valore del patrimonio netto per l'accantonamento a riserve degli utili non distribuiti. Il ROE non è l'unica misura del rendimento conseguito dagli azionisti in un esercizio, e non è nemmeno la più precisa: una misura alternativa è il rendimento calcolato sul valore di mercato delle azioni (si rinvia in proposito al capitolo 18).

15.2.5 Gli indici di sviluppo

Sono calcolati come tassi di variazione percentuale e misurano la dinamica delle principali poste di bilancio.

- **Tasso di sviluppo dei ricavi**

$$\frac{\text{Ricavi anno } t - \text{Ricavi anno } t - 1}{\text{Ricavi anno } t - 1}$$

- **Tasso di sviluppo delle attività operative nette**

$$\frac{\text{Attività operative nette anno } t - \text{Attività operative nette anno } t - 1}{\text{Attività operative nette anno } t - 1}$$

- **Tasso di sviluppo del patrimonio netto**

$$\frac{\text{Patrimonio netto anno } t - \text{Patrimonio netto anno } t - 1}{\text{Patrimonio netto anno } t - 1}$$

Dalla loro lettura congiunta si possono ottenere spiegazioni delle variazioni degli indici di produttività e di leva.

Ad esempio, una crescita dei ricavi a un tasso superiore a quello delle attività operative nette determina un aumento della Rotazione delle attività operative.

Se il tasso di sviluppo delle attività operative è superiore a quello del patrimonio netto si osserva contestualmente un incremento dell'indice di leva finanziaria.

Capitolo 16 - Il rischio operativo e il rischio di leva finanziaria

16.1 ANALISI DELLA REDDITIVITA' E DEL RISCHIO: L'OTTICA DEI FINANZIATORI

Il risultato operativo prodotto da un'impresa, al netto delle imposte, va a vantaggio dei soggetti che ne finanziano la gestione operativa, creditori e azionisti.

I finanziatori valuteranno la convenienza del loro investimento di capitali dell'impresa considerandone:

- la redditività
- il rischio (variabilità potenziale della redditività)

La redditività dovrà essere adeguata rispetto a quella di investimenti alternativi confrontabili per natura ed entità dei rischi relativi.

L'analisi di bilancio ci fornisce tre misure della redditività realizzata dai finanziatori (vedi lezione precedente):

ROI: ritorno netto sull'investimento in attività operative, corrispondente al ritorno (teoricamente) ottenuto dagli azionisti se la gestione operativa fosse finanziata al 100 % con patrimonio netto.

i_d : costo medio dei debiti al lordo del risparmio fiscale, misura del rendimento mediamente ottenuto dai creditori¹.

ROE: ritorno netto per gli azionisti sull'investimento nel patrimonio netto.

L'analisi di questi indici è soltanto il primo passo per valutare la convenienza dei finanziatori ad investire nell'impresa. *ROI*, i_d e *ROE* sono infatti misure di redditività contabile a

¹ Gli interessi sono dedotti fiscalmente dall'impresa, che quindi beneficia di una riduzione delle *imposte societarie*. I creditori percepiscono gli interessi, ovviamente, al lordo di tale risparmio che è un fatto interno dell'impresa. Gli interessi potranno essere tassati in capo ai creditori con modalità dipendenti dalla loro posizione fiscale. Parliamo in questo caso di imposte personali. L'incidenza delle imposte personali è rilevante nel determinare il livello di equilibrio dei rendimenti percepiti dai finanziatori, sebbene non sia facile spiegarne l'impatto.

consuntivo relative a singoli esercizi contabili, mentre sui mercati finanziari si adottano misure di redditività finanziaria attesa su un orizzonte pluriennale, con esplicita considerazione del rischio (le introdurremo nel capitolo 18).

16.2 FORMAZIONE DEL ROI

Il ROI può essere spiegato da un insieme coordinato di indici di redditività, produttività e leva, rappresentato dal seguente schema:

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo netto d'imposte}}{\text{Attività operative nette}} = \frac{\text{Risultato operativo netto d'imposte}}{\text{Ricavi}} \times \frac{\text{Ricavi}}{\text{Attività operative nette}} = ROS \times \text{Rotazione attività operative}$$

Il ROI è quindi spiegato da due fattori:

- il ROS, misura del margine unitario sulle vendite;
- il grado di rotazione delle attività.

Uno stesso livello di ROI può essere ottenuto combinando alti margini e bassa rotazione oppure bassi margini ed alta rotazione.

È plausibile che un'impresa che consegue un alto grado di rotazione delle attività mediante *outsourcing* di processi debba accontentarsi di margini unitari più bassi, dovendo "girare" parte del margine che otterrebbe svolgendo tutte le fasi al proprio interno ai propri subfornitori o contoterzisti. Ciò nonostante l'*outsourcing* può portare a un miglioramento del ROI se la riduzione del margine è più che compensata da un aumento della rotazione in virtù della riduzione delle attività operative necessarie.

16.3 IL RISCHIO OPERATIVO

16.3.1 Importanza dei costi fissi e variabilità del risultato operativo

Il risultato operativo è la differenza tra i ricavi e due principali categorie di costi:

- i costi variabili, correlati con il volume dei ricavi;
- i costi fissi (costi generali, ammortamenti) non correlati con i ricavi in quanto dipendenti da vincoli di struttura o da scelte discrezionali.

Per semplicità ipotizziamo che i costi fissi siano decisi all'inizio dell'esercizio e che il loro ammontare a consuntivo sia fisso. I costi variabili siano una generica funzione dei ricavi:

$$\text{Costi variabili} = cd (\text{ricavi})$$

- ◆ nel caso più semplice possono essere rappresentati come una percentuale fissa dei ricavi: $\text{costi variabili} = cd \times \text{ricavi}$.

Il risultato operativo è ricavabile con la seguente espressione generale:

$$\text{Risultato operativo} = \underbrace{[\text{Ricavi} - cd (\text{Ricavi})]}_{\text{MARGINE DI CONTRIBUZIONE}} - \text{Costi fissi}$$

Nel caso semplificato avremo:

$$\text{Risultato operativo} = \text{Ricavi} - cd \times \text{Ricavi} - \text{Costi fissi}$$

- ◆ In questa parte del corso analizziamo il comportamento del risultato operativo in funzione dei ricavi. In alternativa si possono misurare i volumi in termini di unità fisiche di prodotto vendute. Tale approccio richiede peraltro informazioni extracontabili che non sono ottenibili dai soli bilanci riclassificati.

16.3.2 Il punto di pareggio (break even)

- Definiamo **punto di pareggio** (o di *break even*) il valore dei ricavi in corrispondenza del quale il margine di contribuzione copre esattamente i costi fissi, per cui il risultato operativo è nullo.

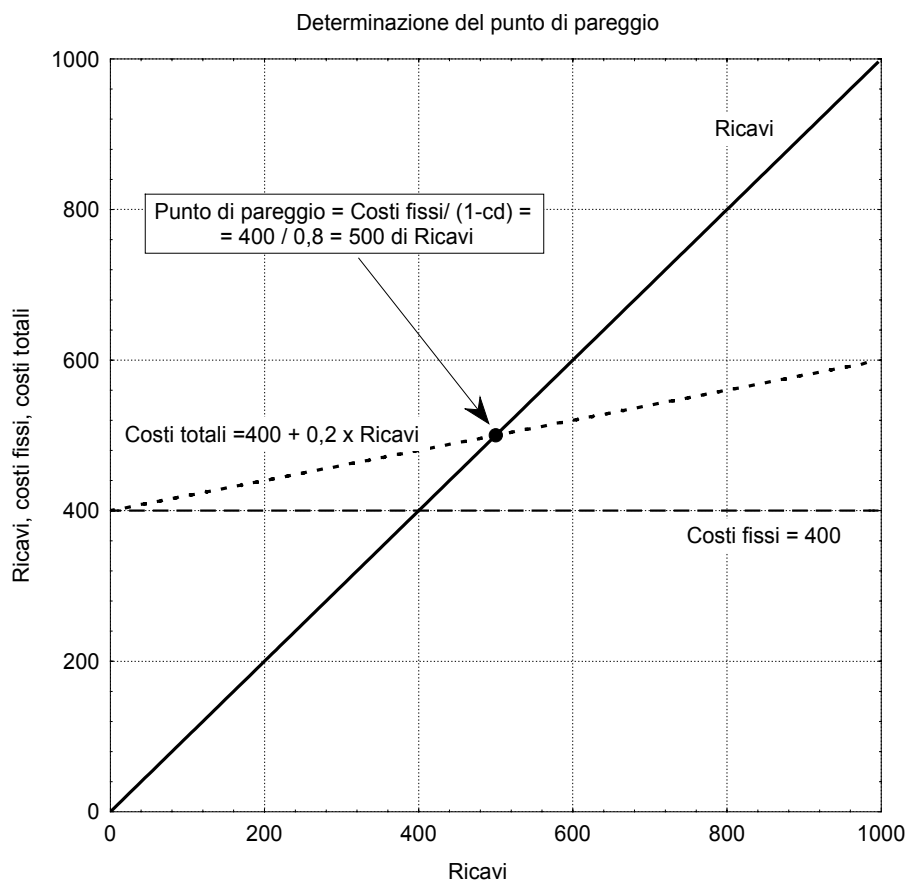
Se si assumono prezzi di vendita costanti e volumi variabili, ed inoltre una relazione lineare tra costi variabili e ricavi, allora:

$$\text{Risultato operativo} = (1 - cd) \text{Ricavi} - \text{Costi fissi}$$

Ponendo Risultato operativo=0 otteniamo:

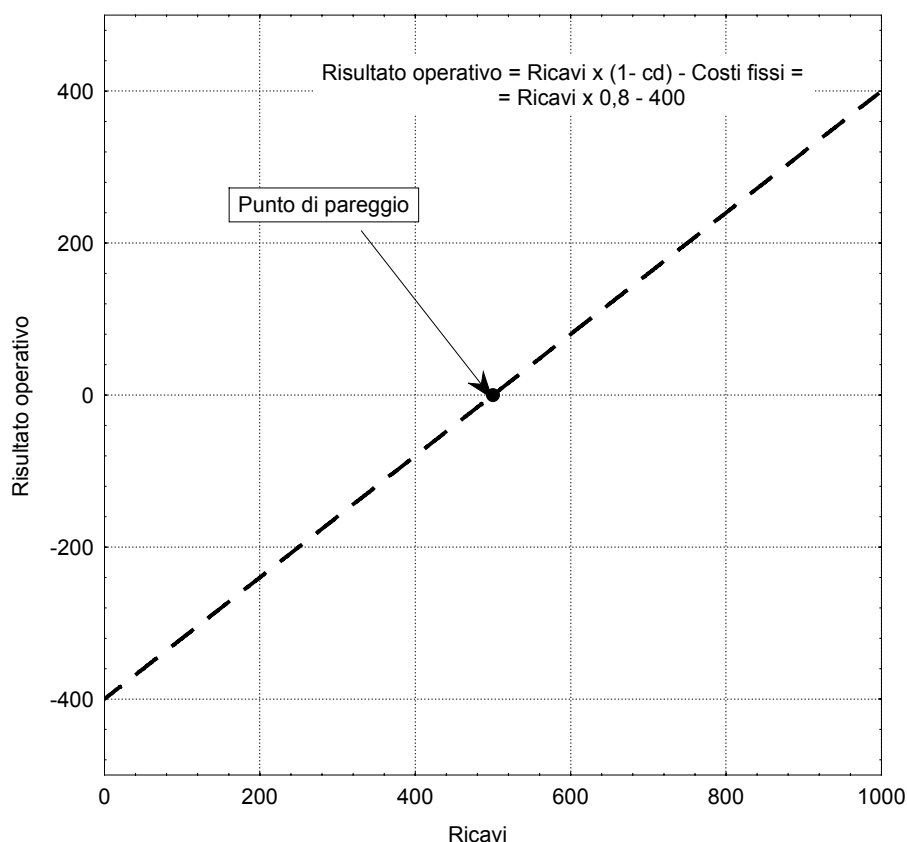
$$\text{Ricavi di break even} = \frac{\text{Costi fissi}}{1 - cd}$$

Graficamente:



Nel primo grafico il risultato operativo è rappresentato dalla distanza verticale tra le linee dei

ricavi e dei costi totali. Nel secondo grafico la linea rappresenta direttamente il profilo del risultato operativo in funzione dei ricavi.



16.3.3 Variabilità dei ricavi e rischio operativo

- Il **rischio operativo** è genericamente la variabilità del risultato operativo e del *ROI*. Più precisamente il rischio operativo è tanto più elevato quanto maggiore è la probabilità di conseguire un risultato operativo inferiore ad un livello soglia (**valore atteso** o **valore obiettivo**) e all'entità delle differenze negative tra risultati conseguiti negli scenari sfavorevoli e livello soglia.

In condizioni normali il livello soglia non coincide con il punto di pareggio: il risultato atteso deve essere positivo per dare un *ROI* adeguato ai finanziatori. Al livello atteso del Risultato operativo corrisponde un livello atteso dei ricavi. Applicando il nostro modello semplificato:

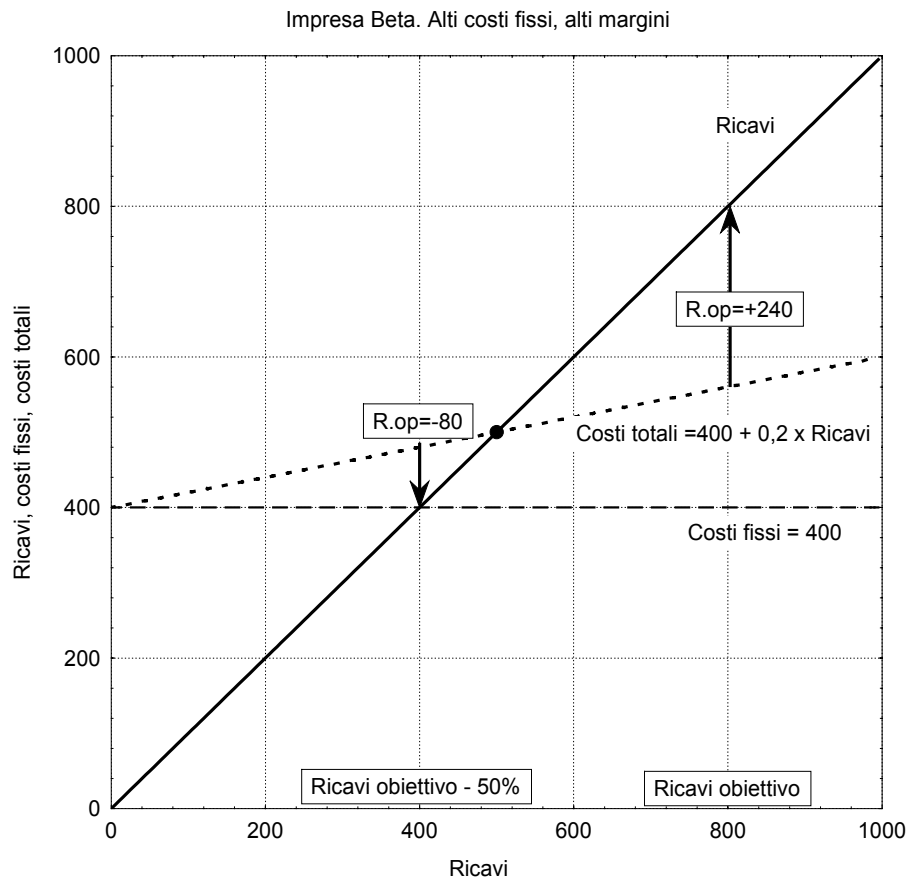
$$\text{Risultato operativo atteso} = - \text{Costi fissi} + (1 - cd) \text{ Ricavi attesi}$$

Da cui ricaviamo:

$$\text{Ricavi attesi} = \frac{\text{Risultato operativo atteso} + \text{Costi fissi}}{1 - cd}$$

In questo modo determiniamo una sorta di punto di pareggio alternativo, nel quale aggiungiamo ai Costi fissi il Risultato operativo atteso, visto come una sorta di costo fisso aggiuntivo (è in effetti logicamente legato alla remunerazione adeguata che l'impresa deve assicurare ai finanziatori).

Il rischio operativo tende ad aumentare:



Per le due aziende si indicano il risultato operativo obiettivo ed inoltre il risultato operativo ottenuto in uno scenario catastrofico nel quale i ricavi scendono del 50% rispetto all'obiettivo. Nell'impresa Alfa, meno esposta a rischio operativo, il risultato si riduce da +240 a +40 (variazione pari a -200). Nell'impresa Beta si riduce da 240 a -80 (variazione negativa di -320). L'impresa Beta sopporta un maggiore rischio operativo.

16.3.4 Il rischio operativo: spiegazione intuitiva

Cerchiamo di consolidare la comprensione del concetto di rischio operativo mediante due semplici esempi. Consideriamo dapprima un'impresa teorica **priva di costi fissi**. In un caso del genere non si hanno mai risultati operativi in perdita: il margine di contribuzione va a finire tutto in risultato operativo, e quest'ultimo è quindi sempre pari a una percentuale dei ricavi: nello scenario peggiore (ricavi nulli) il risultato operativo è zero.

Al variare dei ricavi (nel modello semplificato), il risultato operativo subisce variazioni percentuali uguali a quelle dei ricavi, come si evidenzia nel primo dei prospetti seguenti, nel quale si riportano le variazioni del risultato operativo in tre scenari di riferimento, ciascuno caratterizzato da un diverso ammontare dei ricavi.

Nel secondo prospetto si considera un'impresa con **costi fissi rilevanti**, che consegue in ciascuno dei tre scenari gli stessi ricavi della precedente. Tale impresa deve destinare una parte del margine di contribuzione alla copertura dei costi fissi, che sono costanti. La percentuale dei ricavi che rimane, dopo la copertura dei costi fissi, come risultato operativo non è costante, come nel caso precedente, ma è direttamente correlata con le variazioni dei ricavi: pertanto al variare dei ricavi il risultato operativo (che è una **differenza** tra margine di contribuzione e costi fissi) subisce variazioni percentuali più forti rispetto ai ricavi e al margine di contribuzione, e può risultare negativo quando i ricavi scendono sotto il punto di *break even*.

- ◆ Si noti come tutta la variazione del margine di contribuzione si “scarichi” sul risultato operativo. Il valore atteso di quest’ultimo è invece inferiore al corrispondente valore atteso margine di contribuzione nella misura dei costi fissi. Questo semplice fatto determina la maggior variabilità percentuale del risultato operativo.

a) Impresa priva di costi fissi

	SCENARI		
	RECESSIONE	ATTESO	BOOM
RICAVI	50	100	150
COSTI VARIABILI (=0.3×RICAVI)	15	30	45
COSTI FISSI	-	-	-
RISULTATO OPERATIVO (RO)	35	70	105
Var assoluta RO vs. atteso	-35	-	+35
Var % Ricavi vs. atteso	-50%	-	+50%
Var % RO vs. atteso	-50%	-	+50%

b) Impresa con costi fissi rilevanti

	SCENARI		
	RECESSIONE	ATTESO	BOOM
RICAVI	50	100	150
COSTI VARIABILI (=0.1×RICAVI)	5	10	15
COSTI FISSI	20	20	20
RISULTATO OPERATIVO (RO)	25	70	115
Var assoluta RO vs. atteso	-45	-	+45
Var. % ricavi vs. atteso	-50%	-	+50%
Var % RO vs. atteso	-75%	-	+75%

16.4 IL RISCHIO DI LEVA FINANZIARIA

Il rischio operativo spiega la variabilità del risultato operativo e del *ROI*. Passiamo ora a considerare le determinanti del livello e della variabilità del *ROE*. Quando l'impresa ricorre al debito, gli azionisti apportano soltanto una parte dei capitali richiesti per finanziare la gestione operativa. In contropartita, gli stessi azionisti accettano che una parte *prefissata* del risultato operativo, commisurata agli interessi passivi sul debito raccolto, venga destinata alla remunerazione dei creditori con precedenza rispetto alla distribuzione dei dividendi. In parole semplici, in presenza di debiti gli azionisti investono di meno nell'azienda, e a fronte di ciò percepiscono un ritorno (netto di interessi) anch'esso inferiore. Se il reddito operativo varia, per i fattori visti in precedenza, nulla cambia nel livello degli interessi dovuti ai creditori. L'intera variazione, positiva o negativa, va ad impattare sul risultato netto che spetta agli azionisti.

Per apprezzare la convenienza e i rischi del ricorso al debito, il fattore cruciale da considerare è il grado di indebitamento, misurato dall'indice di leva finanziaria. Vogliamo dimostrare che, al crescere dell'indebitamento si accentua l'esposizione a un nuovo tipo di rischio, il rischio di

leva finanziaria, che si traduce in un variabilità del *ROE* superiore alla variabilità del *ROI*, con effetti tanto più forti quanto maggiore è l'indice di leva.

Per semplificare il modello, ipotizziamo attività finanziarie nulle per cui la posizione finanziaria netta è data dalla somma dei debiti strutturali e di tesoreria, che indicheremo per brevità come "debiti".

16.4.1 Una spiegazione intuitiva

Assumiamo per semplicità costanza dei valori delle attività operative medie, dei debiti e del patrimonio netto al variare di ricavi e del reddito operativo. Consideriamo una misura empirica del rischio, analoga a quella utilizzata prima, ovvero la differenza tra il *ROE* nello scenario sfavorevole e il *ROE* atteso.

La variazione del *ROI* nello scenario sfavorevole è così spiegata:

$$ROI_{recessione} - ROI_{atteso} = \frac{Ris.operativo_{recessione} - Risultato\ operativo\ atteso}{Attività\ operative\ nette}$$

La variazione del *ROE* è così determinata:

$$ROE_{recessione} - ROE_{atteso} = \frac{Ris.netto_{recessione} - Risultato\ netto\ atteso}{Patrimonio\ netto} =$$

$$= \frac{[Ris.operativo_{recessione} - Oneri\ finanziari\ netti] - [Ris.operativo\ atteso - Oneri\ finanziari\ netti]}{Patrimonio\ netto} =$$

$$= \frac{Ris.operativo_{recessione} - Ris.operativo\ atteso}{Attività\ operative\ nette - Debiti}$$

Si ricorda che "Oneri finanziari" e "Interessi passivi" sono sinonimi

Si può asserire che il numeratore è uguale per le variazioni di *ROI* e *ROE*. Il denominatore è tanto più basso nel caso delle variazioni del *ROE* quanto maggiori i debiti. Quindi, nel caso del *ROE*, una stessa variazione di risultato (al numeratore) si scarica su un più limitato ammontare di capitale (al denominatore), determinando una variabilità più accentuata..

Gli **oneri finanziari netti** sono gli interessi passivi al netto del relativo risparmio fiscale. Quest'ultimo deve essere calcolato sugli oneri finanziari limitatamente alla parte di questi che è deducibile fiscalmente, ovvero sugli oneri finanziari totali, se inferiori al Risultato operativo, o su una parte di essi pari al Risultato operativo, negli altri casi.

16.4.2 Un semplice esempio

Consideriamo tre imprese aventi identica gestione operativa ma diversa struttura finanziaria. Ciò vuol dire che il risultato operativo è uguale, in ogni scenario, per le tre imprese. In tutti gli scenari le attività operative medie ammontano a 1000 e il costo medio dei debiti è il 5%. Per

semplicità non dettagliamo l'incidenza fiscale sul risultato operativo e il risparmio fiscale sugli interessi.

- L'impresa ALFA è priva di debiti: gli interessi sono nulli e il patrimonio coincide con le attività operative:

	SCENARI		
	RECESSIONE	ATTESO	BOOM
RISULTATO OPERATIVO	25	70	115
ONERI FINANZIARI	-	-	-
RISULTATO NETTO	25	70	115
ROI	2.5%	7%	11.5%
ROE	2.5%	7%	11.5%
VAR.% ROI vs. atteso	-64,3%	-	+64,3%
VAR.% ROE vs. atteso	-64,3%	-	+64,3%

- L'impresa BETA ha un indice di leva di 1 (50% di debiti e 50% di patrimonio, ovvero 500 e 500).

	SCENARI		
	RECESSIONE	ATTESO	BOOM
RISULTATO OPERATIVO	25	70	115
ONERI FINANZIARI	25	25	25
RISULTATO NETTO	0	45	90
ROI	2.5%	7%	11.5%
ROE	0	9%	18%
VAR.% ROI vs. atteso	-64,3%	-	+64,3%
VAR.% ROE vs. atteso	-100%	-	+100%

- L'impresa GAMMA ha un alto indebitamento: indice di leva 4, quindi 80% di debiti (800) e 20% di patrimonio (200).

	SCENARI		
	RECESSIONE	ATTESO	BOOM
RISULTATO OPERATIVO	25	70	115
ONERI FINANZIARI	40	40	40
RISULTATO NETTO	-15	30	75
ROI	2.5%	7%	11.5%
ROE	-7.5%	15%	37.5%
VAR.% ROI vs. atteso	-64,3%	-	+64,3%
VAR.% ROE vs. atteso	-150%	-	+150%

- ◆ *Un alto indebitamento può portare il risultato netto in perdita. Si noti come la variabilità percentuale del ROE aumenti col leverage.*

16.4.3 Formazione del ROE: spiegazione matematica

Il ROE è spiegato dal ROI, dal costo medio dei debiti e dall'indice di leva. Le relazioni logiche e matematiche che consentono di spiegare il ROE sono relativamente complesse. Ricaviamo tali relazioni con qualche passaggio matematico.

$$ROE = \frac{\text{Risultato netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$

$$\begin{aligned} \text{Risultato netto} &= \text{Risultato operativo netto d'imposte} \\ &\quad - \text{Oneri finanziari} \\ &\quad + \text{Risparmio fiscale su oneri finanziari} \end{aligned}$$

Essendo:

$$\begin{aligned} \text{Risparmio fiscale su oneri finanziari} &= \text{oneri finanziari} \times T_c \\ \text{Risultato operativo} &= ROI \times \text{Attività operative nette (per la definizione di ROI)} \\ \text{Oneri finanziari} &= i_d \times \text{debiti (per la definizione di } i_d) \end{aligned}$$

Possiamo riscrivere:

$$\text{Risultato netto} = ROI \times \text{Attività operative nette} - i_d(1-T_c)\text{Debiti}$$

Ma, essendo per il vincolo di bilancio $\text{Attività operative nette} = \text{Patrimonio netto} + \text{Debiti}$ possiamo giungere alla seguente formula che spiega il ROE:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{ROI \times (\text{Patrimonio netto} + \text{Debiti}) - i_d(1-T_c)\text{Debiti}}{\text{Patrimonio netto}} = \\ &= \frac{ROI \times \text{Patrimonio netto} + ROI \times \text{Debiti} - i_d(1-T_c)\text{Debiti}}{\text{Patrimonio netto}} = \\ &= ROI + \underbrace{\left[ROI - i_d(1-T_c) \right] \frac{\text{Debiti}}{\text{Patrimonio netto}}}_{\text{INDICE DI LEVA}} \end{aligned}$$

16.4.4 Formazione del ROE: spiegazione economica

La formula ottenuta consente di mettere in luce il nesso tra ROE e indice di leva. Il ROE è infatti spiegato così:

$$ROE = \underbrace{ROI}_{\substack{\text{ROE che si otterrebbe} \\ \text{in assenza di debiti} \\ \text{(leva nulla)}}} + \underbrace{\left[ROI - i_d(1-T_c) \right] \times \text{indice di leva}}_{\substack{\text{Differenza spiegata dallo spread tra} \\ \text{ROI e costo medio dei debiti e dal} \\ \text{grado di leverage}}}$$

Con la formula possiamo simulare l'impatto sul ROE (per l'esercizio che stiamo considerando) di una variazione della leva tenendo fermi ROI e i_d . Equivale a domandarsi: come sarebbe variato il ROE se avessimo finanziato lo stesso stock di attività operative (che avrebbe prodotto lo stesso risultato operativo, quindi lo stesso ROI) con un diverso ammontare di debiti, facendo variare in modo complementare il patrimonio?

Questa simulazione teorica sembrerebbe portarci alle seguenti conclusioni:

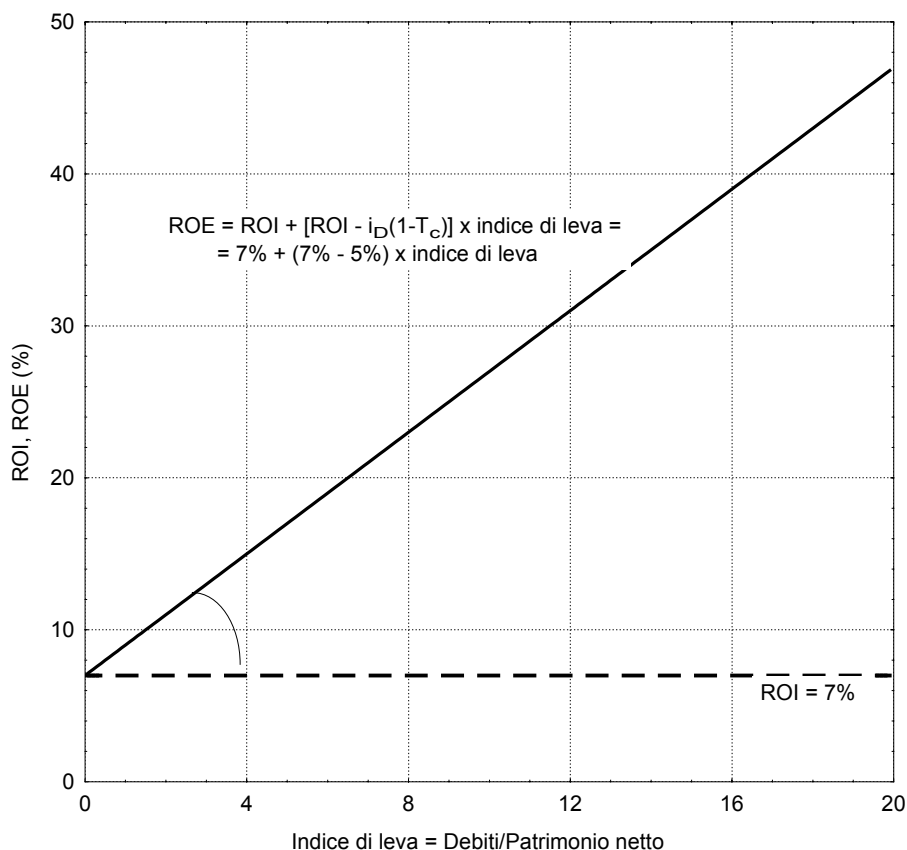
- Se il ROI è inferiore al costo netto del debito, l'aumento della leva riduce il ROE.
- Se invece il ROI è superiore al costo del debito (netto di risparmio fiscale) allora un aumento della leva consente di far crescere il ROE. Teoricamente, poiché l'indice di leva

tende a infinito all'aumentare del peso dei debiti sulle attività operative, anche il *ROE* tende a infinito all'aumentare della leva.

- ◆ *Potremmo dire che nella situazione limite una goccia di patrimonio in un mare di debiti è remunerata da un ROE terrificante.*

16.4.5 La leva finanziaria è una macchina da soldi?

Assumiamo un *ROI* superiore al costo del debito. Rappresentiamo graficamente il *ROE* in funzione della leva finanziaria.



Se ne potrebbe concludere che in condizioni del genere agli azionisti conviene ridurre al minimo l'apporto di patrimonio sostituendo patrimonio con debiti per massimizzare il *ROE*. In questo modo liberano liquidità che possono investire nel patrimonio di altre società (sfruttando anche lì l'effetto leva): alla fine si ritrovano con un portafoglio di investimenti in azioni di imprese super indebitate che rendono molto di più dell'iniziale investimento nel patrimonio dell'impresa poco indebitata. Qualcuno potrebbe pensare di aver trovato la ricetta per fare i soldi facilmente.

16.4.6 Conta il *ROE* futuro, che è incerto

Più realisticamente, un azionista valuta il *ROE* futuro, e può cercare di migliorarlo modificando la struttura finanziaria.

Ora, il *ROE* futuro è una variabile:

- incerta (può variare di anno in anno in modo imprevedibile, perché dipende dal *ROI*, anch'esso variabile aleatoria).
- apprezzata su un orizzonte temporale lungo (la durata economica dell'investimento in azioni).

Se assumiamo di perseguire e di mantenere nel tempo un certo grado di leva possiamo stimare un valore atteso del *ROE*, che dipenderà dai valori attesi del *ROI* e di i_d .

$$ROE_{atteso} = ROI_{atteso} + [ROI_{atteso} - i_d(1 - T_c)] \times \text{indice di leva}$$

Se le nostre previsioni sono mediamente corrette, su una successione di esercizi otterremo un *ROE* medio *ex post* che tenderà ad avvicinarsi al valore atteso *ex ante* (gli anni buoni compenseranno quelli cattivi).

I *ROE* che otterremo in ciascun anno oscilleranno attorno al valore atteso per effetto delle variazioni aleatorie del *ROI* e, in minor misura, di i_d .

Questa variabilità del *ROE* (che potremmo misurare con indicatori statistici di dispersione come la varianza e la deviazione standard²) è sgradita agli azionisti perché non consente di fare pieno affidamento sui proventi dell'investimento in azioni per coprire spese future che l'azionista potrebbe trovarsi a fronteggiare.

Possiamo quindi concludere che l'azionista tenderà a richiedere *ex ante* un valore atteso del *ROE* che sarà tanto maggiore quanto più forte è la variabilità prevista dal *ROE*.

16.4.7 La leva finanziaria amplifica la variabilità del *ROE*

Ora, il *ROE* in un anno futuro t qualunque sarà così spiegato, assumendo una leva mantenuta costante negli anni su un valore obiettivo desiderato dagli azionisti (e tollerato dai creditori) e, per semplicità, un livello costante nel tempo di i_d e T_c :

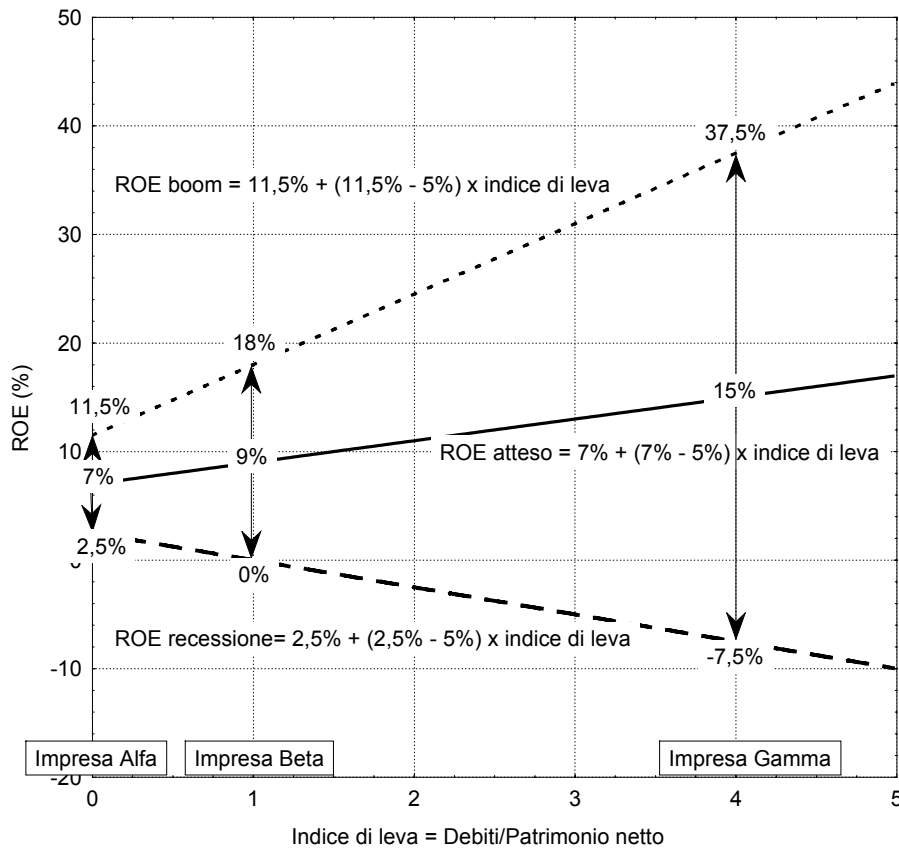
$$R\tilde{O}E_t = R\tilde{O}I_t + [R\tilde{O}I_t - i_d(1 - T_c)] \times \text{indice di leva}$$

Il segno ~ (tilde) indica che la variabile assume di anno in anno valori aleatori.

Inserendo nel grafico precedente più linee di *ROE* in funzione di diversi livelli di *ROI* rendiamo in forma visuale l'aumento della variabilità del *ROE* per l'effetto di leva finanziaria. Il grafico che segue riporta i dati delle tre aziende, uguali per gestione operativa e diverse per grado di leva, già confrontate nel precedente punto 9.4.2. Si può notare l'ampia escursione (intervallo di variazione) del *ROE* conseguibile dall'impresa Gamma (la cui indebitata), a cui corrisponde un maggior rischio sopportato dagli azionisti, che nello scenario peggiore possono subire una perdita pari al 7,5% del patrimonio.

² Tali misure sono trattate nel corso di Statistica, al quale si rinvia.

Intervallo di variazione del ROE per imprese con diversa leva finanziaria.



16.4.8 Riepilogo : i vantaggi della leva finanziaria

Vantaggi indiscutibili del ricorso all'indebitamento

- Gli interessi sul debito sono deducibili fiscalmente: si riduce la parte del Risultato operativo lordo di cui si appropria l'Erario, a vantaggio dei finanziatori (specie degli azionisti).
- Anche grazie alla deducibilità di cui sopra, il costo del debito è normalmente inferiore al costo del capitale azionario, pari al rendimento atteso degli azionisti (rinvio a Valore di mercato, capitolo 18).
- Se gli azionisti non dispongono di capitali adeguati a finanziare lo sviluppo dell'impresa, il ricorso al debito consente di raccogliere i capitali necessari senza procedere all'emissione di nuove azioni:
 - salvaguardando il controllo dell'impresa;
 - limitando, in ogni caso, le informazioni riservate che devono essere rese pubbliche per convincere i nuovi finanziatori a conferire i capitali richiesti (gli investitori in azioni sono più "assetati" di informazioni sull'impresa, essendo direttamente esposti al rischio operativo e motivati dal potenziale di guadagno; i creditori, interessati a verificare soltanto che l'impresa sia in grado di pagare un interesse prefissato e di rimborsare il prestito, chiedono minori informazioni e, quando il prestito è concesso da una banca, assicurano una maggior riservatezza delle informazioni raccolte).

Vantaggi discutibili

- L'effetto leva fa crescere il *ROE* atteso.
 - ⇒ che questo sia vantaggioso per gli azionisti dipende dal contestuale effetto sulla variabilità del *ROE* (rischio). L'ipotesi neutrale (formulata nel classico modello di Modigliani e Miller del 1958 sulla struttura finanziaria ottimale delle imprese) è che variazioni del *ROE* atteso e del rischio si compensino e non si producano quindi effetti netti sull'utilità degli azionisti.

16.4.9 Riepilogo : gli svantaggi della leva finanziaria

- Un alto indebitamento fa aumentare la probabilità che l'impresa sia **insolvente** nei confronti dei creditori. Ciò si verifica quando:
 - il risultato operativo non copre gli interessi;
 - le perdite conseguenti intaccano il patrimonio netto;
 - i creditori cominciano a ritenere probabile che l'impresa non sia più in grado di far fronte alle sue obbligazioni, né in ipotesi di continuazione dell'attività (i flussi di cassa non coprono le uscite per il rimborso dei debiti) né in ipotesi di liquidazione (il valore di cessione delle attività non copre i debiti della società).

In altre parole, al crescere della leva cresce il **rischio di dissesto** (di fallimento) percepito dai creditori.

Conseguenze

- Il risparmio fiscale sugli interessi diventa aleatorio (se il risultato operativo è incapiante, parte degli interessi non può essere dedotta)
- Il management (o gli azionisti di controllo) sono incentivati a seguire politiche più spregiudicate (progetti ad alto rischio), in quanto:
 - se hanno successo i maggiori redditi vanno a vantaggio degli azionisti;
 - se falliscono (e con loro fallisce l'impresa) le perdite vengono a ricadere soprattutto sui creditori, dato che il patrimonio netto che gli azionisti rischiano è una piccola parte del valore delle attività.
- I creditori, consci dei rischi di dissesto, aggravati dai possibili comportamenti opportunistici del management, tendono a interferire nella gestione delle imprese molto indebitate con:
 - richieste di garanzie su beni aziendali (ipoteche, privilegi, pegno);
 - potere di veto su scelte di investimento o di disposizione di attività;
 - richiesta di essere rappresentati negli organi di governo (Consiglio di amministrazione) o di controllo (Collegio sindacale) della società.
 - pressioni sull'impresa perché reperisca nuovi capitali di rischio, anche a costo di pregiudicare l'attuale assetto di controllo;

Questi vincoli frenano il potenziale di crescita e di redditività delle imprese.

- In tutti i casi l'impresa giudicata più a rischio paga tassi d'interesse più alti sul debito (per cui, in realtà, i_d non è un dato esogeno, ma cresce con la leva).
- Se poi la società fallisce, si sopportano i costi specifici delle procedure concorsuali (spese legali, professionali, perdite da realizzo).

16.4.10 Conclusioni: esiste un livello di leva finanziaria ottimale?

Il livello dell'indice di leva varia sensibilmente tra paesi, settori, imprese per l'influsso di fattori molteplici.

Con una drastica semplificazione, possiamo fornire due liste di fattori/circostanze che possono rendere conveniente, o non conveniente, un indebitamento più elevato.

CONVIENE OPERARE CON UN BASSO INDEBITAMENTO SE...	CONVIENE OPERARE CON UN ALTO INDEBITAMENTO SE...
<ul style="list-style-type: none"> • Il <i>ROI</i> è molto variabile • Le attività operative si sviluppano a tassi elevati e variabili e vi è frequente necessità di reperire capitali per finanziare nuovi progetti di investimento • Le attività operative sono in larga parte composte da beni immateriali o da cespiti il cui valore di realizzo è basso rispetto al valore contabile (pessime garanzie per i creditori). ◆ <i>Un'impresa riesce a tenere bassa la leva in queste condizioni se il suo ROI è mediamente elevato (alto autofinanziamento) oppure se può ricorrere all'emissione di nuove azioni a prezzi vantaggiosi.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Il <i>ROI</i> è relativamente stabile • L'impresa è giunta ad uno stadio di maturità, per cui lo sviluppo delle attività e dei ricavi è contenuto • Le attività operative sono in larga parte rappresentate da beni con valore di realizzo facilmente stimabile ed in linea col valore contabile (se non superiore) ad es. immobili, scorte di materie prime e merci (buone garanzie per i creditori).

In Italia il rapporto di indebitamento è storicamente elevato per i seguenti motivi:

- alta incidenza del prelievo fiscale sui redditi d'impresa e conseguente incentivo a sfruttare lo scudo fiscale degli interessi;
- fino agli anni '80, forte intervento agevolativo dello Stato sull'offerta di credito a medio-lungo termine;
- modello d'impresa prevalente di tipo familiare con assetto proprietario chiuso;
- inadeguato sviluppo del mercato azionario.

Capitolo 17 - Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi di cassa

17.1 CONTENUTI DEL RENDICONTO FINANZIARIO

- Il **rendiconto finanziario** è un prospetto ottenuto dalla rielaborazione del bilancio d'esercizio. In esso si riportano i **flussi di cassa** (entrate e uscite) che si sono manifestati nell'esercizio raggruppati per aree gestionali.

Nel rendiconto finanziario si determinano in sequenza i seguenti dati di sintesi intermedi e finali:

- A. Il **flusso di cassa operativo corrente**, che misura la liquidità generata (se positivo) o assorbita (se negativo) dalla gestione economica operativa;
 - B. Il **flusso di cassa da immobilizzazioni** che misura gli investimenti netti (se negativo) o i disinvestimenti netti (se positivo) in immobilizzazioni operative.
 - C. Il **flusso di cassa operativo netto** (somma algebrica di A e B); è un grandezza di importanza fondamentale ai fini del calcolo del valore di mercato dell'impresa (vedi capitolo successivo); corrisponde al termine inglese *free cash flow to the firm*;
 - D. Il **flusso di cassa verso i creditori** che misura il saldo tra entrate per erogazione di nuovi debiti e uscite per pagamento di interessi e rimborso di debiti in essere.
 - E. Il **flusso di cassa verso gli azionisti** che misura il saldo tra entrate per nuove sottoscrizioni di aumenti di capitale e uscite per pagamento di dividendi e rimborsi o riacquisti di azioni.
 - F. Il **flusso di cassa verso i finanziatori** (somma algebrica di D e E).
 - G. Il **flusso di cassa netto** (somma algebrica di C ed F) che trova contropartita nella variazione del saldo su c/c bancari e di altre attività di tesoreria.
- Altri nomi del Rendiconto Finanziario sono: Prospetto dei flussi di cassa, Prospetto della dinamica finanziaria, *Cash flow statement*.

Per semplicità in questa lezione si ipotizza che i c/c bancari rappresentino l'unico strumento utilizzato per la gestione di incassi e pagamenti e come attività e passività di tesoreria. Si assume inoltre che vi sia un unico rapporto di conto corrente. Come già in precedenza, non consideriamo attività accessorie e riserva strategica di liquidità.

In questo capitolo esaminiamo dapprima la **struttura** del prospetto e le sue **finalità informative**. Successivamente, con l'aiuto di un apposito esempio riportato in appendice, verrà illustrato il procedimento di costruzione, che è di importanza fondamentale per capire

come le grandezze esposte nel rendiconto finanziario si raccordano con i dati di conto economico e di stato patrimoniale.

17.2 COSTRUZIONE DEL RENDICONTO FINANZIARIO

Il rendiconto finanziario è un prospetto concettualmente **più semplice** rispetto allo stato patrimoniale e al conto economico: è infatti alimentato da movimenti originati da entrate e uscite di liquidità (nel nostro caso semplificato accreditati e addebiti del c/c dell'azienda). Da ciò discendono due proprietà:

- il rendiconto finanziario contiene soltanto valori certi (i movimenti registrati sul conto corrente), non è influenzato dalle scritture di integrazione e rettifica di fine esercizio;
- potrebbe teoricamente essere elaborato (chiuso) in qualsiasi momento proprio perché non comporta la necessità di scritture di rettifica/chiusura.

Nonostante il contenuto del rendiconto finanziario sia concettualmente semplice, il suo procedimento di costruzione è macchinoso e spesso frainteso. A titolo di cronaca, dobbiamo registrare il fatto che la maggior parte dei laureati in economia che si presentano agli esami di Dottore Commercialista sbagliano quasi sempre le domande sul rendiconto finanziario. Perché? La risposta è semplice.

- la costruzione del rendiconto finanziario non porrebbe problemi concettuali di rilievo se si seguisse un **procedimento diretto**, di tipo **analitico**, che partisse da una contabilità **per cassa**; dovremmo disporre di un elenco completo dei movimenti di cassa e di c/c (un estratto conto riepilogativo) nel quale ogni movimento dovrebbe essere codificato in modo da consentirne la precisa attribuzione ad una voce del Rendiconto finanziario (ad es., gli addebiti in c/c dovrebbero essere associati a categorie di costi operativi, oppure a investimenti, pagamento dividendi, ecc.; gli accreditati dovrebbero indicare causali come disinvestimenti; erogazione nuovi prestiti, ecc.);
- nella realtà le rilevazioni d'azienda hanno come scopo principale la determinazione del reddito in base al principio di competenza; pertanto, nella costruzione del rendiconto finanziario si deve seguire un **procedimento indiretto**, in base al quale le entrate e le uscite attribuite alle varie voci vengono ricostruite **sinteticamente** in base alle **variazioni dei saldi** delle voci di stato patrimoniale, dettagliate e integrate dai **dati di conto economico** e da **informazioni extracontabili**. In questo modo si ha una visione della formazione dei flussi di cassa integrata con la rappresentazione della dinamica economica e patrimoniale, al prezzo di una meno immediata comprensibilità del formato in cui vengono esposti i dati.

17.2.1 Il procedimento indiretto: principi

Già prima di introdurre il rendiconto finanziario abbiamo dato (v. schemi di riclassificazione di cui al capitolo 14) un'interpretazione finanziaria delle grandezze di stato patrimoniale:

- le attività sono interpretabili come lo stock di **impieghi di risorse finanziarie** alla data di chiusura;
- le passività e il patrimonio sono lo stock dei finanziamenti (**raccolta di risorse finanziarie**) che coprono l'investimento in attività.

Confrontando due Stati Patrimoniali consecutivi, possiamo calcolare le differenze tra i valori di ciascuna voce dell'attivo, del passivo e del capitale netto, le quali:

- nel caso di **attività** misurano la variazione netta di risorse finanziarie impiegate:

- ◆ una **differenza positiva** indica un **investimento netto** (impiego di risorse finanziarie);
- ◆ una **differenza negativa** indica un **disinvestimento netto** (fonte di risorse finanziarie);
- nel caso di **passività o componenti del patrimonio netto** misurano la variazione netta di risorse finanziarie raccolte:
 - ◆ una **differenza positiva** indica **afflusso netto** (fonte di risorse finanziarie);
 - ◆ una **differenza negativa** indica un **deflusso netto** (impiego di risorse finanziarie).

Per il vincolo di bilancio la somma delle variazioni nette di attività coincide con la somma delle variazioni nette di passività e di componenti del patrimonio netto, come si evidenzia nel prospetto esemplificativo di seguito riportato.

Stato patrimoniale riclassificato con calcolo delle differenze anno su anno

	ANNO		DIFFERENZA 200(x)- 200(x-1)
	200(x-1)	200(x)	
ATTIVITA'			
CREDITI COMMERCIALI	85	120	+35
RIMANENZE	120	105	-15
<u>ATTIVITÀ OPERATIVE CORRENTI</u>	<u>205</u>	<u>225</u>	<u>+20</u>
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	700	910	+210
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI NETTE	300	240	-60
<u>IMMOBILIZZAZIONI OPERATIVE NETTE</u>	<u>1000</u>	<u>1150</u>	<u>+150</u>
<u>C/C ATTIVI (Attività di tesoreria)</u>	<u>5</u>	<u>-</u>	<u>-5</u>
TOTALE ATTIVITÀ	1210	1375	+165
PASSIVITA'			
DEBITI COMMERCIALI	60	73	+13
DEBITI VS. DIPENDENTI	8	9	+1
<u>PASSIVITÀ OPERATIVE CORRENTI</u>	<u>68</u>	<u>82</u>	<u>+14</u>
FONDO TFR	18	12	-6
DEBITI STRUTTURALI	620	650	+30
C/C PASSIVI (Debiti di tesoreria)	-	42	+42
<u>TOTALE PASSIVITÀ</u>	<u>706</u>	<u>786</u>	<u>+80</u>
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO	95	130	+35
CAP.SOCIALE E RISERVE DI PATRIMONIO	409	459	+50
<u>PATRIMONIO NETTO</u>	<u>504</u>	<u>589</u>	<u>+85</u>
<u>TOTALE PASSIVITÀ E NETTO</u>	<u>1210</u>	<u>1375</u>	<u>+165</u>

La somma algebrica delle variazioni di attività, da un lato, e passività più netto, dall'altro non possono che coincidere tra loro (+165).

Il dato di sintesi finale del Rendiconto finanziario, il flusso di cassa netto, coincide per definizione con la variazione del saldo di una specifica voce di Stato Patrimoniale: i c/c bancari, perché tale variazione risulta dalla differenza tra le entrate e le uscite registrate nell'anno. La stessa grandezza è però "spiegata" anche aggregando le variazioni delle altre voci di stato patrimoniale. Lo dimostriamo partendo da una banale constatazione, che ci aiuterà a capire il vincolo di quadratura che deve essere soddisfatto dal Rendiconto finanziario:

- ⇒ per un vincolo di quadratura dei totali di Stato Patrimoniale, la variazione del saldo di c/c avrà come contropartita (uguale in valore assoluto e di segno opposto) la differenza tra:
- la somma delle variazioni dei saldi di passività (**diverse dai c/c passivi**) e patrimonio netto;
 - la somma delle variazioni dei saldi di attività (**diverse dai c/c attivi**).

Nella tabella sopra riportata, i c/c passano da un saldo creditorio di 5 (+5) a uno debitorio di 42 (-42): il saldo è variato di $(-42) - (+5) = -47$. Ad evidenza, le uscite totali hanno superato le entrate totali di 47. Possiamo ottenere lo stesso dato (-47) sottraendo dalle fonti di liquidità date dalle variazioni delle poste del passivo diverse dai c/c e del capitale netto, gli impieghi di liquidità, dati dalle variazioni di poste dell'attivo diverse dai c/c cambiate di segno. Abbiamo infatti:

$$[(14 - 6 + 30) + 85] - (20 + 150) = -47$$

- ◆ *Si noti come non tutte le variazioni dei saldi patrimoniali, se prese una ad una, siano interpretabili come flussi di cassa, dato che non sempre si traducono, in concreto, in un'entrata o uscita di liquidità.*

Ad esempio, la diminuzione del valore netto delle immobilizzazioni per imputazione degli ammortamenti non si traduce in un'entrata.
- ◆ *Ma aggregate tra loro, la somma delle variazioni di passività e netto (esclusi i c/c passivi) meno la somma delle variazioni di attività (esclusi i c/c attivi) coincide esattamente con la differenza tra entrate e uscite di liquidità, che si riflette nella differenza tra le variazioni dei saldi dei c/c attivi e passivi.*

17.2.2 Procedimento indiretto: da fonti/impieghi a flussi di cassa

Con i valori di fonti e impieghi (variazioni nette anno su anno delle voci patrimoniali) possiamo costruire un Rendiconto finanziario che fornisce il **dato di sintesi finale** corretto, ma che si basa su componenti e dati di sintesi parziali non rispondenti ai requisiti enunciati.

Fonti e impieghi così calcolati sono misure poco accurate dei flussi di cassa per i seguenti motivi:

- non sono sempre attribuibili ad una specifica area gestionale (si pensi al risultato netto d'esercizio, che è un dato di sintesi di tutte le aree della gestione);
- non sempre si traducono in flussi di cassa (variazioni di c/c) di pari ammontare (è ancora il caso del risultato d'esercizio, così come delle variazioni delle rimanenze);
- sono variazioni nette, ovvero informazioni in formato "compresso" che compensano flussi di segno opposto che è più significativo evidenziare distintamente (ad esempio una diminuzione del 5% dei debiti strutturali può essere dovuta al rimborso di una rata

in scadenza oppure alla scadenza dell'80% del debito con assunzione di nuovi debiti per il 75% dell'importo iniziale).

Per ovviare a tali limiti, fonti e impieghi vanno sottoposte a vari tipi di **rielaborazione**:

- scomposizione per aree gestionali;
- rettifica per variazioni che non trovano contropartita in entrate/uscite di cassa;
- “esplosione” di flussi compensati di segno opposto (si tratta di una rettifica che richiede informazioni extracontabili).

Tali rettifiche sono spiegate nell'esempio riportato in appendice a questo capitolo.

17.2.3 Struttura del prospetto di rendiconto finanziario

Il Rendiconto Finanziario può presentare due strutture alternative a seconda che si adotti il procedimento diretto o quello indiretto. Forniamo un prospetto che pone a confronto le due alternative. Le voci sono indicate col segno algebrico che normalmente assumono.

- ◆ *Le due strutture producono valori identici dei dati di sintesi. Per la riconciliazione tra i due approcci si rinvia all'esempio in appendice.*

PROCEDIMENTO DIRETTO	PROCEDIMENTO INDIRETTO
+ Entrate per ricavi gestione operativa - Uscite per costi gestione operativa - Impatto fiscale gestione operativa	+ Risultato operativo - Impatto fiscale gestione operativa + Ammortamenti - Var. capitale circolante operativo netto + Var. fondo TFR
A = FLUSSO DI CASSA OPERATIVO CORRENTE	
- Uscite per investimenti in immobilizzazioni + Entrate per disinvestimenti immobilizzazioni	- Var. immobilizzazioni nette - Ammortamenti
B = FLUSSO DI CASSA DA I MMOBILIZZAZIONI	
C = A + B = FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO	
- Interessi netti liquidati + Impatto fiscale gestione finanziaria +Erogazioni di debiti strutturali - Rimborsi di debiti strutturali	- Risultato netto gestione finanziaria + Impatto fiscale gestione finanziaria + Var. debiti strutturali (comprensivi di ratei)
D = FLUSSO DI CASSA VERSO CREDITORI	
- Dividendi + Aumenti di capitale	- Risultato netto esercizio precedente + Var. cap.sociale e riserve di patrimonio netto
E = FLUSSO DI CASSA VERSO AZIONISTI	
F = D + E = FLUSSO DI CASSA VERSO FINANZIATORI	
G = C + F = FLUSSO DI CASSA NETTO	

Nella colonna relativa al **procedimento diretto** sono elencate le principali categorie di entrate e di uscite di pertinenza delle principali aree e sottoaree gestionali. Tali voci si spiegano da sole, ad eccezione di quelle relative all'Impatto fiscale delle gestioni operativa e finanziaria. Tali voci dovrebbero essere già note, dato che sono state presentate nel capitolo sulla

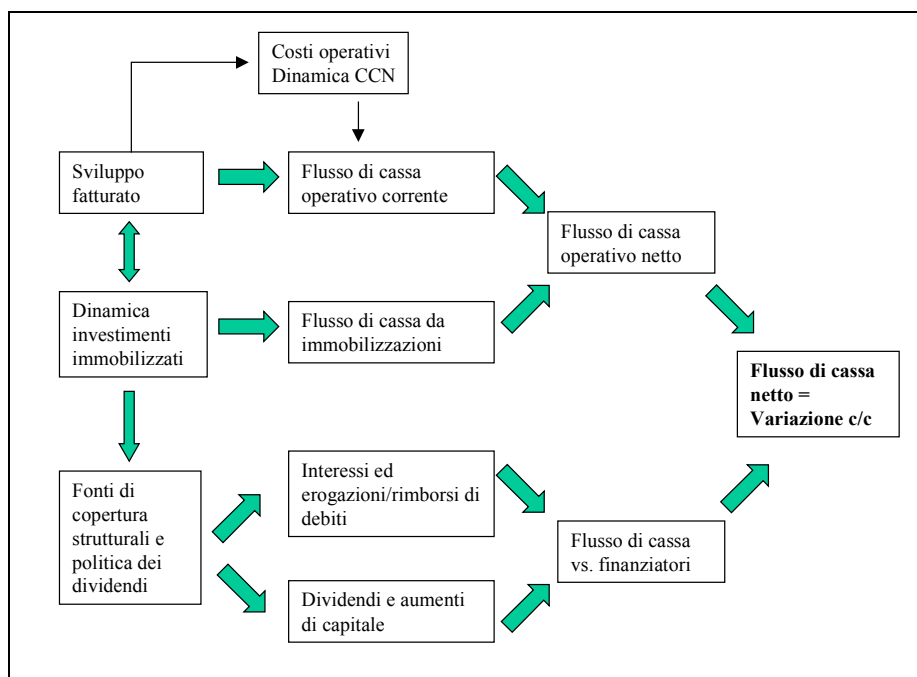
riclassificazione, al paragrafo 14.8. Esse hanno la funzione di ripartire le imposte totali effettive di competenza dell'esercizio in due componenti figurative che vengono imputate alle due aree che principalmente contribuiscono alla formazione del reddito fiscalmente imponibile: in particolare, nel conto economico riclassificato tali voci possono essere introdotte per ottenere un dato di risultato operativo al netto di imposte, nonché un risultato netto da gestione finanziaria al netto del risparmio fiscale sugli interessi passivi netti. Anche nell'analisi dei flussi di cassa è importante, ai fini della valutazione delle aziende, considerare flussi modificati per l'effetto fiscale, soprattutto per poter applicare modelli di valutazione delle aziende basati sul principio di separazione tra gestione operativa e finanziaria (v. capitolo 18). Per questo motivo nel rendiconto finanziario non compare una voce unica "Uscite per imposte pagate", bensì le due voci di "Impatto fiscale" qui considerate.

In questa versione semplificata del rendiconto finanziario, noi ipotizziamo che le imposte di competenza dell'esercizio coincidano con quelle effettivamente pagate.

La seconda colonna, che illustra il **procedimento indiretto**, ottiene per ogni area un flusso equivalente a quello della prima, con la differenza che gli elementi sommati non sono entrate e uscite, bensì voci economiche (differenze tra ricavi e costi dell'esercizio) e variazioni patrimoniali, opportunamente rettifiche. Purtroppo, non è possibile dare qui una spiegazione concisa e chiara del come e del perché di questo procedimento: invitiamo quindi ad una attenta lettura dell'esempio in appendice, nel quale si illustra, voce per voce, il senso delle rettifiche in questione, con lo scopo di dimostrare l'equivalenza tra i due procedimenti.

17.2.4 Interpretazione dei flussi di cassa

Il diagramma seguente descrive lo schema logico che spiega la formazione dei flussi di cassa dell'impresa.



Il fattore trainante è rappresentato dallo sviluppo della gestione operativa, che si riflette nella dinamica congiunta del fatturato e degli investimenti in immobilizzazioni (questi ultimi si effettuano appunto per sostenere la crescita prevista delle vendite). Da questa dinamica congiunta scaturisce un certo profilo del flusso di cassa operativo netto.

Lo sviluppo atteso della gestione operativa è il quadro di riferimento nel quale vengono prese le decisioni di finanziamento strutturale mediante debiti e mezzi propri. Le scelte di struttura

finanziaria (grado di *leverage*), di durata dei debiti e di politica dei dividendi influenzano la dinamica dei flussi di cassa verso creditori ed azionisti.

Ora, il fenomeno che viene posto al centro dell'attenzione nel rendiconto finanziario è il grado di equilibrio tra flussi operativi netti e flussi verso finanziatori. Quando l'equilibrio non è rispettato, si possono determinare flussi di cassa netti positivi o negativi di entità rilevante.

Approfondiamo in maggiore dettaglio i vari passaggi logici qui sintetizzati.

17.2.5 I flussi di cassa della gestione operativa

Il **flusso di cassa operativo corrente** dipende soprattutto dal risultato operativo (al netto delle imposte figurative misurate dall'impatto fiscale), rettificato in aumento per gli ammortamenti, che sono costi che non si traducono in uscite monetarie. Abbiamo poi altre voci (le variazioni del capitale circolante operativo netto e del fondo TFR) che servono per rettificare i ricavi e i costi inclusi nel risultato operativo in modo da ricostruire le entrate e uscite di cassa ad essi associate. Queste voci hanno di solito rilevanza inferiore alle prime due. Il flusso di cassa operativo corrente è quindi approssimato dal Margine operativo lordo (Risultato operativo + Ammortamenti). Nel medio periodo, si ottengono flussi operativi correnti positivi ed elevati soltanto se la redditività operativa è buona.

Il **flusso di cassa da immobilizzazioni** dipende dalle decisioni di investimento dell'impresa. Assume valore negativo quando si effettuano spese per nuove immobilizzazioni di entità superiore alle entrate da alienazione di cespiti.

Il flusso di cassa operativo netto:

- è **positivo**
 - quando si produce un flusso operativo corrente positivo e superiore alle spese nette per investimenti in immobilizzazioni; ciò significa che la gestione operativa "genera" liquidità, ovvero i flussi che rientrano sugli investimenti passati sono superiori alle spese per nuovi investimenti; è il caso tipico di un'impresa che ha superato con successo la fase di crescita;
 - più raramente, quando si producono entrate per forti disinvestimenti di immobilizzazioni, come avviene in ipotesi di dismissione di rami di attività.
- è **negativo**
 - quando si produce un flusso operativo corrente positivo, ma inferiore alle spese nette per immobilizzazioni; si tratta di una situazione del tutto fisiologica per un'impresa che prevede un prolungato sviluppo del fatturato e quindi investe in misura massiccia;
 - quando si produce un flusso operativo corrente negativo, unitamente a un flusso da immobilizzazioni negativo o, se positivo, inferiore; è uno stato patologico, nel quale l'impresa sconta una gestione operativa pesantemente in perdita, tanto che i ricavi non sono in grado di coprire nemmeno le uscite per costi monetari correnti sostenuti nell'esercizio.

Pertanto, che il flusso operativo netto in un dato anno sia positivo o negativo non ci dice nulla di definitivo sullo stato di salute dell'azienda. Tale flusso va esaminato su un orizzonte pluriennale. Dati negativi in un anno (o in pochi anni consecutivi) sono del tutto accettabili se vengono seguiti da una serie di valori positivi negli anni seguenti, e se la somma di questi flussi positivi supera in misura adeguata la somma dei flussi negativi iniziali. Come si vedrà, la valutazione dei progetti di investimento si concentra sulla sequenza temporale dei flussi operativi netti (rinvio a Valore di mercato).

17.2.6 Il flusso di cassa verso finanziatori

Le decisioni di finanziamento possono essere correttamente prese soltanto a partire da una previsione dei flussi operativi netti. La gestione finanziaria è infatti, lo ribadiamo, strumentale rispetto alla gestione operativa, non ha vita autonoma. Le scelte di gestione finanziaria rispondono a due esigenze di fondo:

- procurare la liquidità che serve per finanziare la gestione operativa, quando il flusso operativo netto è negativo;
- destinare la liquidità generata dalla gestione operativa, quando il flusso operativo netto è positivo.

Le stesse decisioni sono inoltre vincolate dalla struttura finanziaria esistente, da cui dipende l'ammontare delle uscite contrattualmente dovute per pagamento degli interessi e rimborso sui debiti in essere, o connesse alla distribuzione di dividendi congrui agli azionisti (anche se non contrattualmente dovuti).

Possiamo schematizzare alcune situazioni tipo e le risposte ad esse appropriate.

- **Il flusso di cassa operativo netto è negativo.** L'impresa deve fronteggiare un fabbisogno di liquidità proveniente dalla gestione operativa e, in più, provvedere anche al pagamento di interessi e rimborsi sui debiti in essere.
 - ⇒ L'impresa deve generare liquidità ricorrendo a **nuovi finanziamenti** in misura almeno pari alla somma di (flusso operativo netto + interessi e rimborsi su debiti in essere)¹. Si dovrà a questo punto scegliere tra le varie forme di finanziamento esterno in relazione alla loro disponibilità e al loro costo. In situazioni del genere si producono incrementi rilevanti della leva finanziaria nel caso in cui l'impresa abbia la convenienza a ricorrere a nuovi prestiti (ovviamente a condizione che banche e altri creditori siano disposti a concederli, ovvero che giudichino sostenibile per l'impresa un più gravoso livello di debito). I nuovi crediti saranno concessi più facilmente quando il fabbisogno è fisiologico (dovuto alla crescita). Molto difficilmente le banche saranno disposte a concedere nuovi crediti ad imprese in situazione patologica (con flussi di cassa operativi correnti negativi, vedi punto successivo). Quando i creditori non sono disposti ad accrescere la loro esposizione verso l'impresa, l'unica strada percorribile è quella dell'emissione di nuove azioni con aumenti di capitale.
 - ⇒ Se l'impresa non può raccogliere nuovi finanziamenti, deve allora rassegnarsi a **ridimensionare i piani di investimento o vendere attività operative** per contenere il flusso operativo netto negativo. Se tali rimedi sono inattuabili o insufficienti, l'impresa entra in uno stato di crisi finanziaria (vedi oltre).
- **Il flusso di cassa operativo netto è positivo.** La gestione operativa quindi genera liquidità. Questa viene innanzitutto utilizzata per due esigenze prioritarie:
 - c'è l'obbligo contrattuale di remunerare i creditori (**interessi**) e di rimborsare i **debiti in scadenza** (su prestiti a scadenza determinata); se l'importo di queste uscite è superiore al flusso operativo netto, si ricade nel caso precedente.
 - se avanza della liquidità, vengono distribuiti congrui **dividendi** agli azionisti in linea con le politiche di dividendo normalmente seguite.

¹ In alternativa l'impresa può, se ne dispone, smobilizzare le attività finanziarie detenute come riserve strategiche o di tesoreria. Tralasciamo questa seconda fonte, non considerata nel nostro caso semplificato.

17.2.7 Il flusso di cassa netto

Il flusso di cassa netto è il dato di sintesi finale del rendiconto. Ad esso contribuiscono i flussi di tutte le aree, e quindi la sua spiegazione presenta la complessità maggiore. Cerchiamo qui di schematizzare alcune “situazioni-tipo” che possono portare a flussi di cassa netti nulli, positivi e negativi.

Condizioni normali: flusso di cassa netto nullo

Normalmente, il flusso di cassa netto di un'impresa con una gestione operativa redditizia e con una struttura finanziaria equilibrata è mediamente nullo, perché la gestione finanziaria assorbe ordinatamente gli sbilanci prodotti da quella operativa: se serve nuova liquidità, la si reperisce con nuovi finanziamenti strutturali, se invece si genera liquidità, questa è adeguata a remunerare e rimborsare i finanziatori strutturali.

Eccedenze di liquidità: flusso di cassa netto positivo

Quando il flusso operativo netto è superiore alla somma di interessi, rimborsi sui debiti in essere e dividendi normalmente distribuiti, allora **il flusso di cassa netto è positivo**. Si forma un'**eccedenza di liquidità** che può essere utilizzata in vari modi:

- se l'impresa non fa nulla, la liquidità resta parcheggiata sui c/c bancari;
- può essere investita in attività finanziarie di tesoreria o in riserve strategiche;
- può essere utilizzata per rimborsare debiti non desiderati (è facile per operazioni a scadenza indeterminata, è più oneroso ma non proibitivo estinguere anticipatamente mutui o obbligazioni con piano di rimborso determinato); questa scelta dipende dalla politica di *leverage* giudicata ottimale dall'impresa, che potrebbe anche decidere di mantenere costanti o di aumentare i suoi debiti per considerazioni di minor costo o di convenienza fiscale, come si è sottolineato nel capitolo precedente;
- può essere impiegata per distribuire maggiori dividendi o per effettuare operazioni di riacquisto di azioni sul mercato (nel caso di società quotate, come descritto nel capitolo 11);
- può indurre a rivedere e ad ampliare i piani di investimento, in modo da far assorbire maggiori risorse da parte della gestione operativa o accessoria (c'è però il rischio che l'impresa accetti progetti non economicamente convenienti, ed è meglio in tal caso tenere la liquidità in attesa di nuove occasioni più profittevoli o restituirla agli azionisti).

Tensioni di liquidità: flusso di cassa netto negativo

Se il flusso di cassa operativo netto è negativo, oppure se è positivo ma insufficiente a coprire i pagamenti contrattuali sui debiti in essere, e se le banche non sono disponibili a concedere nuovi prestiti nella misura necessaria, allora l'impresa sperimenta delle **tensioni di liquidità**.

Quando queste sono rilevate preventivamente, in sede di pianificazione, occorre rivedere le politiche finanziarie dell'impresa per eliminare alla radice le cause degli squilibri.

Quando le tensioni si manifestano in modo inatteso, l'impresa può, fino ad un certo punto, farvi fronte attingendo a forme d'indebitamento di tesoreria (la parte di fido non utilizzata di aperture di credito in c/c, sulle quali si può quindi aumentare il grado di utilizzo). Questo rimedio tampone però è di corto respiro: quando vengono esaurite le linee di credito in c/c, se gli squilibri persistono l'impresa rischia la paralisi della sua gestione di cassa (blocco dei pagamenti), con gravi turbative per il regolare svolgimento dell'attività di acquisto, produzione e vendita.

Occorre quindi cercare altri **rimedi**, ad esempio:

- conversione di debiti a breve in debiti a medio-lungo termine (si spostano nel tempo le uscite per rimborso dei debiti);
- riduzione o azzeramento dei dividendi distribuiti (si evitano uscite);
- emissione a pagamento di nuove azioni, se i soci hanno capitali e sono disposti a investirli nell'azienda (si hanno entrate straordinarie aggiuntive);
- cessione di attività accessorie, se esistono (si hanno entrate straordinarie aggiuntive).

Se i rimedi possibili non sono sufficienti a colmare la differenza tra uscite ed entrate, allora l'impresa deve affrontare una **crisi finanziaria strutturale** che può portare:

- ad una **ristrutturazione**, se la gestione operativa è giudicata sana o risanabile; la ristrutturazione comporta di solito l'abbuono o l'abbattimento del tasso di interesse su parte dei debiti, la conversione di parte dei debiti in azioni, il coinvolgimento di nuovi soci imprenditori o manager, la dismissione di rami di attività, l'ingresso in nuove aree di affari;
- alla **cessazione dell'attività per insolvenza** (fallimento o altre procedure concorsuali giudiziali o extragiudiziali); i creditori in tal caso avviano un procedimento che porta alla liquidazione delle attività delle aziende e all'equa suddivisione del ricavato tra i creditori (con probabile perdita di parte del valore dei crediti a carico di questi).

In entrambi i casi gli interventi coinvolgono la collettività dei creditori. Di fatto i creditori condizionano in modo determinante la gestione finanziaria di un'impresa che versa in uno stato di crisi finanziaria.

17.3 A CHE COSA SERVE IL RENDICONTO FINANZIARIO

17.3.1 Analisi a consuntivo

A questo punto dovremmo aver colto la natura e il significato dei dati di sintesi parziale e finale del rendiconto finanziario. Accenniamo ora all'utilizzo di questi dati nelle valutazioni finanziarie, cominciando dall'analisi della dinamica finanziaria a consuntivo.

Il rendiconto finanziario può essere elaborato per una successione di esercizi. In tal modo fornisce un "tracciato" della dinamica finanziaria dell'impresa, ovvero dell'equilibrio tra entrate e uscite. Nello specifico, il rendiconto finanziario consente di analizzare in maniera congiunta:

- come il ciclo di sviluppo degli investimenti e dei ricavi influenza il flusso di cassa operativo netto;

Un ciclo normale vede una fase iniziale di **crescita**, nella quale i forti investimenti e il non completo sfruttamento della capacità produttiva portano a flussi operativi netti negativi, seguite da una fase di **maturità**, dove i flussi operativi correnti risultano superiori alle uscite per nuovi investimenti, con la generazione di flussi operativi netti positivi.

- come l'impresa ha finanziato lo sviluppo delle attività;

Ad esempio, valori negativi del flusso da immobilizzazioni possono essere coperti da aumento dei debiti strutturali, aumenti di capitale e riduzione dei dividendi, o da flussi operativi correnti elevati.

- come l'impresa ha affrontato eventuali situazioni di crisi (squilibri tra uscite e entrate).

L'analisi a consuntivo dei rendiconti finanziari è molto più efficace se accompagnata dalla lettura del Conto economico e dello Stato patrimoniale riclassificati, corredati da indici di bilancio. Il Rendiconto finanziario da solo non fornisce misure di redditività di sintesi (anche se include tutte le componenti di costo e ricavo seppur rettificata) e nemmeno indici di struttura patrimoniale/finanziaria. La sua lettura è peraltro insostituibile quando si tratta di **spiegare l'evoluzione nel tempo della struttura patrimoniale** collegando dati patrimoniali ed economici.

L'analisi del rendiconto finanziario è cruciale nelle situazioni in cui è più problematico il mantenimento dell'equilibrio tra entrate e uscite, e specificamente:

- quando l'impresa si sviluppa a ritmo sostenuto, effettuando investimenti che sono finanziati da nuovi apporti dei creditori e degli azionisti;
- quando, per varie cause e circostanze, l'impresa opera con una leva finanziaria elevata e fa fatica a generare i flussi operativi necessari per pagare gli interessi e rimborsare i debiti in scadenza, e si trova inoltre in difficoltà nel reperire fondi mediante nuove erogazioni di debiti essendo giudicata dalle banche poco affidabile.

17.3.2 Analisi previsionali

Il vero potenziale del rendiconto finanziario lo si sfrutta nelle analisi su **dati previsionali**, ottenuti con simulazioni che consentono di proiettare, partendo dall'ultimo bilancio consuntivo disponibile, una serie di bilanci previsionali futuri su un orizzonte di solitamente compreso tra 3 e 10 anni, e in generale dipendente dal ciclo di vita dei business in cui opera l'impresa.

Come si effettuano queste proiezioni?

Nella costruzione di piani finanziari a medio-lungo termine, oggi siamo aiutati dai PC e dai fogli elettronici, grazie ai quali si possono costruire modelli di simulazione molto accurati della dinamica economica e finanziaria di un'impresa. La costruzione di una proiezione finanziaria può sembrare un compito formidabile. Per vincere il comprensibile scoramento che potrebbe prendere il giovane analista finanziario, prendiamo esempio dagli imprenditori che valutazioni del genere le fanno da sempre, e che riescono (spesso egregiamente) a decidere le proprie strategie aziendali in con mezzi rudimentali (stime di poche grandezze chiave, fiuto). Chiunque decide un investimento è infatti costretto a prevedere e valutare il futuro, dato che nessun vero imprenditore decide su dati consuntivi o, peggio ancora, alla cieca.

In aziende più complesse, nelle quali si ricorre in misura importante a finanziamenti strutturali sui mercati del credito e delle azioni, i rendiconti finanziari previsionali sono uno strumento di comunicazione indispensabile tanto all'interno dell'azienda quanto nei confronti dei suoi finanziatori. Tra i principali utilizzi dei rendiconti finanziari ricordiamo i seguenti.

- **Valutazione di progetti di investimento**

È un procedimento nel quale si utilizza la serie prevista del **flusso di cassa operativo netto**. Si valuta se un progetto genera flussi positivi futuri di importo e durata tali da rendere conveniente, rispetto ad un investimento alternativo paragonabile, l'investimento di liquidità nella gestione operativa (che si traduce in flussi operativi negativi ed elevati, ovvero uscite nette, nei primi anni). Si rinvia al capitolo 18 sulle Valutazioni di mercato, dove si vedrà che gli stessi criteri sono applicabili alla valutazione delle imprese.

- **Valutazione della sopportabilità del debito**

Effettuata da banche o società specializzate (agenzie di *rating*) preliminarmente alla concessione di prestiti a medio lungo termine di importo elevato (emissione di obbligazioni, mutui ipotecari).

Si confronta il flusso operativo netto con il flusso vs. creditori, verificando se, su un orizzonte pari alla durata del prestito, il flusso operativo netto copre le uscite per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale, tenendo conto anche degli altri debiti in essere.

Non vediamo in questo corso le tecniche per la costruzione di bilanci previsionali, che vengono trattate nei corsi di Finanza aziendale e di Ragioneria II.

17.4 APPENDICE – ESEMPIO DI COSTRUZIONE DEL RENDICONTO FINANZIARIO

Per chiarire la procedura di costruzione del rendiconto finanziario, ci basiamo su un semplice esempio, che fa uso del prospetto visto in precedenza.

STATO PATRIMONIALE, ANNI (X-1), X E DIFFERENZE

	ANNO		DIFFERENZA 200(x)- 200(x-1)
	200(x-1)	200(x)	
ATTIVITA'			
CREDITI COMMERCIALI	85	120	+35
<u>RIMANENZE</u>	<u>120</u>	<u>105</u>	<u>-15</u>
ATTIVITÀ OPERATIVE CORRENTI	205	225	+20
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE	700	910	+210
<u>IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI NETTE</u>	<u>300</u>	<u>240</u>	<u>-60</u>
IMMOBILIZZAZIONI OPERATIVE NETTE	1000	1150	+150
<u>C/C ATTIVI (Attività di tesoreria)</u>	<u>5</u>	<u>-</u>	<u>-5</u>
<u>TOTALE ATTIVITÀ</u>	<u>1210</u>	<u>1375</u>	<u>+165</u>
PASSIVITA'			
DEBITI COMMERCIALI	60	73	+13
<u>DEBITI VS. DIPENDENTI</u>	<u>8</u>	<u>9</u>	<u>+1</u>
PASSIVITÀ OPERATIVE CORRENTI	68	82	+14
FONDO TFR	18	12	-6
DEBITI STRUTTURALI	620	650	+30
<u>C/C PASSIVI (Debiti di tesoreria)</u>	<u>-</u>	<u>42</u>	<u>+42</u>
<u>TOTALE PASSIVITÀ</u>	<u>706</u>	<u>786</u>	<u>+80</u>
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO	95	130	+35
CAP.SOCIALE E RISERVE DI PATRIMONIO	409	459	+50
<u>PATRIMONIO NETTO</u>	<u>504</u>	<u>589</u>	<u>+85</u>
<u>TOTALE PASSIVITÀ E NETTO</u>	<u>1210</u>	<u>1375</u>	<u>+165</u>

17.4.1 Rendicono to finanziario grezzo.

Partendo dalle variazioni delle voci patrimoniali diverse dai c/c possiamo costruire un rendiconto finanziario molto grezzo in cui si calcola un flusso di cassa netto (finale) giusto, ma non si evidenziano flussi di cassa per aree gestionali corretti. Inseriamo quindi in un prospetto provvisorio di rendiconto finanziario le variazioni delle voci **diverse dai c/c** (le variazioni dei c/c sono esposte in calce come contropartita del flusso di cassa netto). In questo primo passaggio, facciamo un primo tentativo di classificazione per aree.

- ◆ *Per anticipare quanto vedremo, adottiamo una struttura scalare, nella quale inseriamo con **segno positivo** le fonti di liquidità e con segno negativo gli **impieghi**. Pertanto, le variazioni di attività devono essere cambiate di segno (perché, se positive, determinano impieghi, se negative vanno trattate come fonti; ciò è coerente col fatto che tali voci, come abbiamo detto prima, vanno sottratte nella determinazione del flusso di cassa netto).*

Rendiconto finanziario grezzo

GESTIONE OPERATIVA CORRENTE	
Variazioni di:	
CREDITI COMMERCIALI (-)	-35
RIMANENZE (-)	+15
DEBITI COMMERCIALI (+)	+13
DEBITI VS. DIPENDENTI (+)	+1
FONDO TFR (+)	-6
<hr/>	
TOTALE GEST. OPERATIVA CORRENTE	-12
A	
GESTIONE DELLE IMMOBILIZZAZIONI	
Variazioni di:	
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI NETTE (-)	-210
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI NETTE (-)	+60
TOTALE GEST. IMMOBILIZZAZIONI	-150
B	
CREDITORI	
Variazioni di:	
DEBITI STRUTTURALI (+)	+30
VOCI SPURIE NON ATTRIBUIBILI	
Variazioni di:	
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO (+)	+35
C CAP. SOCIALE E RISERVE DI PATRIMONIO NETTO (+)	+50
<hr/>	
= FLUSSO DI CASSA NETTO = A+B+C+D+E	-47
D	
E	
<hr/>	
- VARIAZIONE SALDO C/C ATTIVO	+5
+ VARIAZIONE SALDO C/C PASSIVO	+42
= CONTROPARTITA DEL FLUSSO DI CASSA NETTO	+47

+ 47 è la disponibilità totale utilizzata in c/c per coprire il flusso di cassa netto negativo. Sono stati "spesi" i 5 milioni inizialmente a credito più altri 42 presi a prestito andando in scoperto sul c/c a fine esercizio.

17.4.2 Scomposizione e attribuzione delle voci spurie

Il Rendiconto finanziario grezzo include delle variazioni patrimoniali non attribuite ad una specifica area (voci "spurie"). In particolare, le voci Risultato netto e Capitale sociale e riserve di patrimonio evidenziano variazioni che sono il saldo di componenti di pertinenza di varie aree.

Per maggiore chiarezza teniamo distinto il Risultato netto dell'esercizio x da quello dell'esercizio precedente: il primo misura le risorse finanziarie generate dalla gestione nell'esercizio appena chiuso; il secondo è una voce che consente di spiegare i dividendi pagati nell'esercizio e l'incremento delle riserve patrimoniali per autofinanziamento. Procediamo quindi a sdoppiare la voce Risultato netto nel modo indicato:

PRIMA ABBIAMO EVIDENZIATO:				ORA, PIÙ CORRETTAMENTE, PARTIAMO DA:			
	200(x-1)	200(x)	DIFFERENZA		200(x-1)	200(x)	DIFFERENZA
RISULTATO NETTO	95	130	+35	RISULTATO NETTO (X)	-	130	+130
				RISULTATO NETTO (X-1)	95	-	-95
CAP.SOC+RISERVE	409	459	+50	CAP.SOCIALE+RISERVE	409	459	+50

Partendo dal conto economico riclassificato, il **risultato netto dell'esercizio (x)** può ora essere suddiviso in tre componenti: risultato operativo, della gestione finanziaria e imposte. Il risultato operativo misura le risorse finanziarie generate dalla gestione operativa corrente, e viene quindi attribuito al flusso di cassa operativo corrente. Il risultato della gestione finanziaria, che misura le risorse nette consumate per remunerare i creditori, viene attribuito al flusso di cassa verso creditori. La componente imposte viene scomposta in due valori di Impatto fiscale, attribuiti alle rispettive aree.

COMPONENTE	ATTRIBUITA A
RISULTATO OPERATIVO	<i>FC OPERATIVO CORRENTE</i>
+ RISULTATO GESTIONE FINANZIARIA	<i>FC CREDITORI</i>
- IMPOSTE SUI REDDITI SCOMPOSTE IN:	
▪ IMPATTO FISCALE GESTIONE OPERATIVA	<i>FC OPERATIVO CORRENTE</i>
▪ IMPATTO FISCALE GESTIONE FINANZIARIA	<i>FC CREDITORI</i>
= RISULTATO NETTO (X)	Prima attribuito a VOCI SPURIE

Il **risultato netto dell'esercizio precedente** e la **variazione di cap.sociale e riserve** di patrimonio possono essere riespressi in modo da evidenziare i flussi di cassa nei confronti degli azionisti. La somma di Capitale sociale e Riserve all'anno x (d'ora in avanti indicata con CSocRis(x)) è spiegata dalla consistenza della stessa grandezza un anno prima, modificata per variazioni riconducibili ad accantonamento di utili a riserva (autofinanziamento) e ad operazioni sul capitale (consideriamo qui solo la possibilità di aumenti di capitale, escludendo riduzioni per riacquisto di azioni proprie). Analiticamente:

$$CSocRis(x) = CSocRis(x-1) + \left[\overbrace{Risultato\ netto(x-1)}^{AUTOFINANZIAMENTO} \right] + Aumenti\ di\ capitale(x)$$

Le variazioni di CSocRis(x) rispetto alla somma di CSocRis(x-1) e Risultato netto (x-1) può quindi essere scomposta nelle seguenti voci di rendiconto finanziario, corrispondenti a flussi di cassa effettivi.

$$CSocRis(x) - [CSocRis(x-1) + Risultato\ netto(x-1)] = Aumenti\ di\ capitale(x) - Dividendi(x)$$

Si tratta ad evidenza di voci da imputare ai flussi di cassa nei confronti degli azionisti. La differenza tra le poste di patrimonio netto considerate spiega la differenza tra aumenti di capitale e dividendi. Per poter indicare distintamente l'importo degli Aumenti di capitale e dei Dividendi abbiamo bisogno di informazioni extracontabili.

17.4.3 Prima versione del prospetto rielaborato

Aggiorniamo il nostro prospetto di Rendiconto finanziario (indichiamo in corsivo le voci aggiunte). Abbiamo tolto di mezzo le voci spurie. Lo completiamo assumendo i seguenti dati aggiuntivi, coerenti con le variazioni patrimoniali dell'esempio precedente:

• Conto economico sintetico 200(x)	
Risultato operativo	254,0
Risultato gestione finanziaria	-54,0
Imposte sui redditi (Aliquota 35%), di cui	-70,0
Impatto fiscale gestione operativa	-88,9
Impatto fiscale gestione finanziaria	18,9
Risultato netto	130,0
• Dati extracontabili	
Dividendi pagati nel 200(x)	70,0
Aumenti di capitale eseguiti nel 200(x)	25,0

RENDICONTO FINANZIARIO

Gestione operativa corrente	
<i>Risultato operativo</i>	254,0
<i>Impatto fiscale gestione operativa</i>	-88,9
<i>Variazioni di:</i>	
Crediti commerciali (-)	-35,0
Rimanenze (-)	+15,0
Debiti commerciali (+)	+13,0
Debiti vs. dipendenti (+)	+1,0
Fondo TFR (+)	-6,0
TOTALE GESTIONE OPERATIVA CORRENTE	153,1
Gestione delle immobilizzazioni	
<i>Variazioni di:</i>	
Immobilizzazioni materiali nette (-)	-210,0
Immobilizzazioni immateriali nette (-)	+60,0
TOTALE GESTIONE IMMOBILIZZAZIONI	-150,0
Creditori	
<i>Risultato gestione finanziaria</i>	-54,0
<i>Impatto fiscale gestione finanziaria</i>	+18,9
<i>Variazione di debiti strutturali</i>	+30,0
TOTALE FLUSSI VS. CREDITORI	-5,1

Azionisti	
<i>Dividendi pagati</i>	-70,0
<i>Aumenti di capitale</i>	+25,0
TOTALE FLUSSI vs. AZIONISTI	-45,0
=FLUSSO DI CASSA NETTO	-47,0

Come già suggerito riguardo al Conto economico riclassificato, anche nel Rendiconto finanziario suddividiamo le imposte per aree gestionali imputando a ciascuna il relativo impatto fiscale (per le semplificazioni fatte, alle imposte corrisponde un'uscita sostenuta a fine esercizio, ovvero le imposte di competenza coincidono con quelle pagate; quindi è corretto inserirle così come sono nel Rendiconto finanziario).

Ovviamente, sostituendo le voci spurie con un insieme di valori che, sommati, coincidono con esse, il flusso di cassa netto non cambia.

17.4.4 Le rettifiche per le componenti senza manifestazione monetaria

Come ultimo passo (d'importanza fondamentale) rettifichiamo i valori provvisori dei flussi delle diverse aree² per ottenere i flussi di cassa da esse effettivamente generati. Facciamo un rapido sopralluogo per vedere quanto siamo lontani dall'obiettivo finale.

- **Il flusso di cassa operativo corrente**

Abbiamo un totale dato dal Risultato operativo netto di imposta rettificato per le variazioni di attività e passività operative. Di solito dovrebbe avere valore positivo (è la fonte primaria dei flussi di cassa ricorrenti). Ora noi sottostimiamo questa fonte perché consideriamo un Risultato operativo al netto di costi per ammortamenti che non danno luogo ad uscite. Dobbiamo quindi aggiungere al Risultato operativo gli ammortamenti.

La rettifica in questione non va operata per gli altri costi e ricavi senza manifestazione monetaria (Accantonamenti e fondo TFR, svalutazioni crediti, ecc...). I procedimenti per la corretta gestione dell'intera casistica vanno oltre i fini di questo corso.

Oltre alla rettifica per ammortamenti, riesponiamo le voci relative alle variazioni di attività e passività operative in modo da rendere più compatta la sezione. Sostituiamo

$$\begin{aligned}
 & \overbrace{-\text{Var. crediti commerciali} - \text{Var. rimanenze} + \text{Var. debiti commerciali} + \text{Var. debiti vs. dipendenti}} = \\
 & = -\text{Var. Attività operative correnti} \quad + \quad \text{Var. Passività operative correnti} = \\
 & = -(\text{Var. attività operative correnti} \quad - \quad \text{Var. passività operative correnti}) = \\
 & \qquad \qquad \qquad = - \text{Var. Capitale Circolante netto}
 \end{aligned}$$

La sezione del Rendiconto finanziario relativa alla gestione operativa corrente risulta così riformulata. Il dato di sintesi esprime ora una differenza tra entrate e uscite, e pertanto lo possiamo etichettare Flusso di cassa operativo corrente:

² Se avete notato nel prospetto precedente i totali di area non sono ancora stati insigniti dell'appellativo di "Flussi di cassa".

+ Risultato operativo	+254,0
- Impatto fiscale gestione operativa	-88,9
+ Ammortamenti	+330,0
- Variazione Capitale Circolante operativo netto	-6,0
+ Variazione Fondo TFR	-6,0
<hr/>	
= Flusso di cassa operativo corrente	+483,1

Il flusso di cassa così ottenuto misura la differenza tra entrate relative a ricavi e uscite relative a costi di pertinenza della gestione operativa corrente dell'esercizio **o di esercizi precedenti (o successivi)**. Il procedimento di rettifica seguito prima è corretto, ma può apparire oscuro: diciamo infatti di ottenere come dato di sintesi un flusso di cassa sommando diverse voci nessuna delle quali (fatta eccezione per l'impatto fiscale) è direttamente associabile con incassi di ricavi o pagamenti di costi.

Per fugare timori e sfiducia, ricaviamo dallo schema appena ottenuto una struttura alternativa equivalente, nella quale si aggregano voci che corrispondono a entrate e uscite. Cominciamo sostituendo al Risultato operativo le voci del conto economico riclassificato che concorrono alla sua determinazione (tralasciamo i costi e ricavi non ricorrenti che per semplicità abbiamo ipotizzato assenti). Al posto delle variazioni di Capitale circolante operativo netto ripristiniamo le variazioni analitiche delle relative componenti. Sempre per semplificare consideriamo nulle anche le Capitalizzazioni di Costi operativi, accantonamenti e svalutazioni e variazioni di fondo TFR. Otteniamo il seguente schema :

Ricavi	
- Costi diretti: Acquisti	
+ Variazione rimanenze	
- Costi generali	
- <u>Ammortamenti</u>	
= Risultato operativo	
+/- Impatto fiscale, gestione operativa	
+ Ammortamenti	
- Variazione crediti commerciali	
- Variazione rimanenze	
+ Variazione debiti verso fornitori	
+ <u>Variazione debiti verso dipendenti</u>	
= Flusso di cassa operativo corrente	

Si può notare che gli ammortamenti quale componente negativa del Risultato Operativo si elidono con gli ammortamenti aggiunti come rettifica. Analogamente la voce Variazione rimanenze che è componente positiva dei costi diretti si elide con la voce Variazione rimanenze inserita, con segno cambiato, nelle variazioni di capitale circolante netto operativo. Aggreghiamo ora le voci che rimangono del risultato operativo con le componenti della variazione di capitale circolante netto operativo ad esse associate: ne otteniamo gli incassi su ricavi e i pagamenti su costi operativi:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ricavi} - \text{Variazioni di crediti commerciali} = \text{Ricavi} - [\text{Crediti commerciali}(x) - \text{Crediti commerciali}(x-1)] = \\
 & = \underbrace{\text{Ricavi} + \text{Crediti Commerciali}(x-1)}_{\substack{\text{Fatture emesse nell'esercizio (x)} \\ \text{o in esercizi precedenti, incassabili in (x)}}} - \underbrace{\text{Crediti commerciali}(x)}_{\substack{\text{Fatture non ancora incassate} \\ \text{a fine (x)}}} = \\
 & = \text{Fatture incassate} = \text{Entrate per ricavi da gestione operativa corrente}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
& -\text{Costi diretti (Acquisti)} - \text{Costi generali} + \text{Variazione debiti vs. fornitori} + \text{Variazione debiti vs. dipendenti} = \\
& = -\text{Costi diretti (Acquisti)} - \text{Costi generali} + [\text{Debiti vs. fornitori e dip. (x)} - \text{Debiti vs. fornitori e dip (x-1)}] = \\
& = -\text{Costi diretti (Acquisti)} - \text{Costi generali} - \underbrace{\text{Debiti vs. fornitori e dip (x-1)}}_{\text{Costi fatturati nell'esercizio (x) o in esercizi precedenti, pagabili in (x)}} + \underbrace{\text{Debiti vs. fornitori e dip (x)}}_{\text{costi non ancora pagati a fine (x)}} = \\
& = -\text{Uscite per costi da gestione operativa corrente}
\end{aligned}$$

Il prospetto può essere così riscritto:

ENTRATE PER RICAVI DA GESTIONE OPERATIVA CORRENTE	
- USCITE PER COSTI DA GESTIONE OPERATIVA CORRENTE	
- IMPATTO FISCALE GESTIONE OPERATIVA	
= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO	

Questa seconda formulazione è molto più semplice della precedente. Il problema, nel ricostruirla, deriva dal fatto che questi movimenti per cassa devono essere desunti previa rettifica da una contabilità per competenza economica che è fatta apposta per metterli in secondo piano a favore dell'evidenziazione di costi e ricavi.

- **Il flusso di cassa da immobilizzazioni**

Qui misuriamo un investimento netto pari alla variazione del valore contabile al netto degli ammortamenti cambiato di segno. Si tratta di un valore a saldo che compensa diversi movimenti aventi manifestazione monetaria e non. Per entrambe le categorie di immobilizzazioni, il valore contabile netto a fine esercizio (x) si ricava nel modo seguente:

$$\begin{aligned}
\text{Immobilizzazioni nette (x)} = & \text{Immobilizzazioni nette (x-1)} + \text{Investimenti (x)} - \\
& \text{Disinvestimenti(x) al valore netto contabile} - \\
& \text{Ammortamenti(x)}
\end{aligned}$$

Ipotizziamo, per semplicità, che i disinvestimenti avvengano ad un valore di cessione dei cespiti pari al valore contabile netto, senza quindi formazione di plus o minusvalenze. Il flusso di cassa da immobilizzazioni è in tal caso la differenza tra entrate da disinvestimenti e uscite per investimenti. Modificando la precedente espressione, spieghiamo il flusso da immobilizzazioni come somma, cambiata di segno, delle variazioni delle immobilizzazioni nette e degli ammortamenti:

$$\begin{aligned}
& \text{Disinvestimenti(x) al valore netto contabile} - \text{Investimenti (x)} = \\
& -(\text{Immobilizzazioni nette (x)} - \text{Immobilizzazioni nette (x-1)} + \text{Ammortamenti(x)})
\end{aligned}$$

Gli ammortamenti devono essere aggiunti agli investimenti perché, se non lo facessimo, la loro imputazione al relativo fondo verrebbe trattata come un disinvestimento (fonte di liquidità), e questo non sarebbe corretto dato che gli ammortamenti riducono il valore delle immobilizzazioni nette senza che questo si traduca in alcuna entrata.

- ◆ *Questa rettifica, che porta ad un aumento di impieghi, si compensa con quella speculare apportata alla gestione operativa corrente dove abbiamo aggiunto gli ammortamenti al risultato operativo (aumento di fonti). Le rettifiche riguardano due valori contabili di pari importo, ma presi da poste contabili diverse: gli ammortamenti che aggiungiamo al risultato operativo sono i corrispondenti costi inseriti in conto economico; quelli che sommiamo alla variazione delle immobilizzazioni sono la variazione lorda del fondo ammortamento presente come posta rettificativa nello Stato Patrimoniale.*

A questo punto sostituiamo il dato rettificato:

$$-(\text{Immobilizzazioni nette } (x) - \text{Immobilizzazioni nette } (x-1) + \text{Ammortamenti})$$

con l'espressione equivalente:

$$-\text{Investimenti}(x) + \text{Disinvestimenti}(x) \text{ al valore netto contabile.}$$

⇒ salvaguardando la quadratura con il corretto dato di sintesi finale, abbiamo sostituito a una voce “compressa” e criptica (le variazioni di valore netto) due voci dal chiaro significato: le uscite per investimenti e le entrate per disinvestimenti.

Dettagliamo i valori relativi alle immobilizzazioni dell'esempio precedente.

▪ DATI PATRIMONIALI

	200(x-1)	200(x)
Immobilizzazioni materiali lorde	1000	1400
Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali	<u>-300</u>	<u>-490</u>
Immobilizzazioni materiali nette	700	910
Immobilizzazioni immateriali lorde	500	500
Somma ammortamenti effettuati	<u>-200</u>	<u>-260</u>
Immobilizzazioni immateriali nette	300	240

▪ DATI ECONOMICI

	200(x)
Ammortamenti su immobilizzazioni materiali	270
Ammortamenti su immobilizzazioni immateriali	<u>60</u>
Totale ammortamenti	330

▪ DATI EXTRACONTABILI

Investimenti immobilizzazioni materiali	500	
Disinvestimenti immobilizzazioni materiali		
- Valore di realizzo	20	} Valore contabile netto = 100-80=20
- Valore contabile lordo	100	
- Relativo fondo ammortamento	<u>80</u>	

(nessuna variazione su immobilizzazioni immateriali)

Per semplicità il valore di realizzo dei disinvestimenti è assunto pari al valore contabile netto dei cespiti disinvestiti.

Riepiloghiamo i flussi:

PRIMA

ORA

Variazioni immob. materiali nette	-210	APPORTIAMO RETTIFICHE AGGIUNGENDO IMPIEGHI PER L'IMPORTO TOTALE DEGLI AMMORTAMENTI (-330)	Investimenti immob. mat	-500
Variazioni immob. immateriali nette	+60		Disinvestimenti immob. mat	+20
			Inv./Dis. immob. immateriali	-
Fonti/impieghi grezzi su immob.	-150		=Flusso di cassa da immob.=	
			-150-330=	-480

Nel caso la gestione delle immobilizzazioni produca costi o proventi (plus/minusvalenze da alienazione, svalutazioni), questi avrebbero un impatto economico e fiscale che andrebbe "spostato" dalla gestione operativa corrente (dove tali voci sono incluse nel Risultato operativo) a quella delle immobilizzazioni. Inoltre le eventuali plus/minusvalenze da alienazione andrebbero sommati al valore contabile dei disinvestimenti ai fini della corretta determinazione dei flussi di cassa da immobilizzazioni. Tali approfondimenti vanno oltre i fini di questo corso.

• Il flusso di cassa verso creditori

Qui dobbiamo esplodere e rettificare le voci presenti per ottenere flussi di cassa effettivi, ovvero interessi netti liquidati, erogazioni e rimborsi di debiti strutturali.

Per semplicità ipotizziamo che in bilancio il valore dei debiti strutturali sia comprensivo di ratei di interessi a fine esercizio. Ipotizziamo inoltre che gli interessi su attività e passività di tesoreria siano liquidati a fine esercizio, e che quindi non si formino ratei su tali voci.

Possiamo riesporre le voci di questa sezione con una scomposizione della variazione dei debiti strutturali (comprensivi dei ratei) in variazione del saldo senza ratei e variazione dei ratei. Per il saldo in linea capitale (senza ratei) la variazione è spiegata dalla differenza tra Erogazioni di debiti strutturali effettuate nell'anno e Rimborsi. Possiamo quindi scrivere (i valori vanno inseriti col segno algebrico con cui compaiono nel rendiconto finanziario):

PRIMA	ORA
-/+ Risultato netto gestione finanziaria	-/+ Risultato netto gestione finanziaria
+/- Impatto fiscale gestione finanziaria	+/- Variazione ratei su debiti strutturali
+/- Variazione debiti strutturali (con ratei)	= Interessi netti liquidati
	+/- Impatto fiscale gestione finanziaria
	+ Erogazioni debiti strutturali
	- Rimborsi debiti strutturali
FLUSSO DI CASSA VERSO CREDITORI	FLUSSO DI CASSA VERSO CREDITORI

Aggiungiamo all'esempio precedente i seguenti dati sulla dinamica dell'indebitamento:

DATI PATRIMONIALI	200(x-1)	200(x)
Debiti strutturali		
- Capitale	614	642
- Ratei	6	8
TOTALE	620	650

DATI EXTRA CONTABILI	200(x)
Erogazioni debiti strutturali (x)	58
Rimborsi debiti strutturali (x)	30

Riesponiamo i flussi della gestione finanziaria

PRIMA		ORA	
Risultato netto gestione finanziaria	-54	Risultato netto gestione finanziaria	-54
Impatto fiscale gestione finanziaria	+18,9	+ Variazione ratei debiti strutturali	+2
Variazione debiti strutturali	+30	= Interessi netti liquidati	-52
		+ Impatto fiscale gestione finanziaria	+18,9
		+ Erogazioni debiti strutturali	+58
		- Rimborsi debiti strutturali	-30
Flusso di cassa verso creditori	-5,1	Flusso di cassa vs. creditori	-5,1

- **Il flusso di cassa verso azionisti**

Il flusso di cassa verso azionisti è dato dalla differenza tra entrate per aumenti di capitale e uscite per dividendi. Si è già visto in precedenza nei punti 17.4.2 e 17.4.3 come riconciliare tale flusso con la variazione delle poste Capitale sociale e Riserve.

Se ci fossero aumenti di riserve patrimoniali a fronte di rivalutazioni fuori esercizio di attività (tipicamente immobilizzazioni), tali componenti andrebbero sottratte qui dagli aumenti di capitale e, nelle immobilizzazioni, dalle variazioni di valore contabile netto.

17.4.5 Il prospetto completo di rendiconto finanziario

Riepilogando quanto sviluppato in precedenza, riportiamo il Rendiconto finanziario secondo il formato corretto, completo dei dati del nostro esempio:

	+ Risultato operativo	+254,0
	- Impatto fiscale gestione operativa	-88,9
	+ Ammortamenti	-330,0
	- Variazione capitale circolante operativo netto	-6,0
	+ Variazione fondo TFR	-6,0
A	= <i>Flusso di cassa operativo corrente</i>	+483,1
	- Investimenti immobilizzazioni materiali	-500,0
	+ Disinvestimenti immobilizzazioni materiali	+20,0
	-/+ Investimenti/disinvestimenti immob. immateriali	-
B	= <i>Flusso di cassa da immobilizzazioni</i>	-480,0
C = A+B	= Flusso di cassa operativo netto	+3,1
	- Interessi netti liquidati	-52,0
	+ Impatto fiscale gestione finanziaria	+18,9
	+ Erogazioni di debiti strutturali	+58,0
	- Rimborsi di debiti strutturali	-30,0
D	= <i>Flusso di cassa vs. creditori</i>	-5,1
	- Dividendi pagati	-70,0
	+ Aumenti di capitale	+25,0

E	=	<i>Flusso di cassa vs. azionisti</i>	-45,0
F = D + E		Flusso di cassa vs. finanziatori	-50,1
G = C + F		Flusso di cassa netto	-47,0

- Contropartite del flusso di cassa netto

-	Variazione saldo c/c attivo	+5
+	Variazione saldo c/c passivo	+42
<hr/>		
	Totale variazione saldi c/c	+47

17.4.6 Commento ai dati dell'esempio

L'impresa ha una soddisfacente redditività operativa corrente, che finanziariamente, dopo le rettifiche per ammortamenti e variazioni di circolante e TFR, si traduce in un **flusso di cassa operativo corrente positivo** di +483,1. Da notare la contenuta variazione in aumento del capitale circolante netto, nonostante la società stia sviluppando i propri volumi operativi: si ha addirittura una riduzione delle rimanenze, che potremmo spiegare, ad esempio, come effetto di una più razionale gestione della logistica e della produzione. Il TFR si riduce: è segno che c'è un turnover di personale relativamente alto, per cui le indennità pagate ai dipendenti che hanno lasciato l'azienda nell'anno superano gli accantonamenti al TFR.

Come accennato, la società sta crescendo a passo sostenuto, come è dimostrato dai cospicui investimenti in immobilizzazioni materiali che, al netto di modeste entrate da alienazioni, portano ad un **flusso di cassa da immobilizzazioni** negativo di -480.

Il **flusso di cassa operativo netto** è positivo e molto contenuto (+3,1) segno che l'impresa è in grado di autofinanziare la crescita delle attività operative, senza peraltro lasciare un flusso netto rilevante da distribuire ai finanziatori. Passiamo alla gestione finanziaria. L'impresa ha debiti strutturali rilevanti, su cui paga interessi, al netto di risparmio fiscale, per -33,1. L'impresa incrementa l'importo dei suoi debiti strutturali, dato che ottiene erogazioni superiori ai rimborsi per +28. Le risorse nette erogate non coprono però gli interessi, per cui si forma un **flusso vs. creditori** negativo di -5,1. Agli azionisti si pagano, con una mano, dividendi per -70 (si decide di distribuire una parte del cospicuo risultato netto dell'anno precedente) e, con l'altra mano, si chiedono sottoscrizioni di nuove azioni per +25. Il **flusso vs. azionisti** è negativo (-45) così come il **flusso vs. finanziatori** (-50,1).

Ricapitolando, la gestione operativa genera entrate nette per +3,1, mentre la gestione finanziaria determina una fuoriuscita netta di cassa per -50,1 dovuta principalmente alla distribuzione di dividendi. Il **flusso di cassa netto**, pari alla somma dei due valori ricordati, è negativo (-47).

L'impresa copre questo sbilancio negativo utilizzando tutte le riserve di tesoreria in essere a inizio anno (5) e in più andando in scoperto sul c/c per 42. Siamo in presenza di una leggera tensione di liquidità: nell'anno successivo l'impresa dovrebbe cercare di rientrare dallo scoperto di c/c: tale fonte di finanziamento è infatti di solito la più costosa ed è bene mantenerla poco utilizzata per poterne fare uso in caso di squilibri inattesi. Il rientro può avvenire in vari modi, anche tra loro combinati, ad esempio con:

- nuove erogazioni di debiti strutturali;
- produzione di un flusso di cassa operativo netto più elevato (plausibile se la società incrementa il flusso operativo corrente e riduce gli investimenti in immobilizzazioni);
- riduzione dei dividendi pagati o effettuazione di nuovi aumenti di capitale.

Si ribadisce che un valore negativo del flusso di cassa netto non è un segnale sempre patologico: tutto dipende dall'elasticità con cui l'impresa può assorbire e, nel tempo, annullare tale

squilibrio. La situazione sarebbe più grave se lo sbilancio riguardasse un'impresa eccessivamente indebitata, che potrebbe vedersi negare dalle banche la possibilità di andare in scoperto sul c/c per importi rilevanti.

Capitolo 18 - Il valore di mercato delle aziende

18.1 IL VALORE DELLE AZIENDE: LA VISIONE DELLA FINANZA AZIENDALE

- La **finanza aziendale** è la disciplina che stabilisce i principi da seguire per prendere corrette decisioni di gestione finanziaria (investimento, finanziamento, gestione dei rischi).

La convenienza di una decisione finanziaria viene valutata rispetto al contributo da essa dato al raggiungimento di un obiettivo, rappresentato dall'**incremento del valore delle azioni dell'impresa** (o **ricchezza degli azionisti**). Questo valore può essere stimato oppure, se l'impresa è quotata in Borsa, può anche essere osservato come valore della **capitalizzazione di Borsa** dell'impresa (ottenuta moltiplicando il prezzo di Borsa dell'azione per il numero di azioni in circolazione).

- ◆ *La ricchezza degli azionisti, corrisponde, nella sostanza, al concetto di **capitale economico**, formulato dalla scuola italiana di economia aziendale.*

Secondo questa visione l'impresa è costituita e gestita nell'interesse dei proprietari. Si tratta di una visione tipica del mercato statunitense, che tende a diventare dominante anche nel contesto europeo. Secondo questo approccio i soci, che apportano ricchezza all'impresa sotto forma di conferimenti al patrimonio netto a fronte dell'acquisto di azioni, si attendono un ritorno adeguato su questo investimento, cioè un rendimento concorrenziale con quello di un investimento alternativo paragonabile per rischio.

Gli azionisti percepiscono i frutti del loro investimento nel patrimonio in due modalità:

- incassando **dividendi** periodici, fintanto che restano azionisti.
- realizzando **incrementi di valore** delle azioni rispetto al prezzo di acquisto, che vengono monetizzati nel momento in cui i soci decidono di vendere le azioni stesse; questa componente può, *a posteriori*, essere anche di segno negativo (decremento di valore).
- ◆ *Una società può distribuire bassi dividendi senza scontentare gli azionisti quando riesce a convincerli che il prezzo delle azioni tenderà a crescere con persistenza. Ciò accade se l'impresa ha buone prospettive di **crescita degli utili e dei dividendi**.*

18.1.1 Il valore fondamentale delle azioni dell'impresa

Supponiamo di operare in un'economia ideale dove tutti gli azionisti sono investitori razionali e ben informati. Supponiamo inoltre che tutte le imprese siano Spa con azioni quotate in Borsa. Non esistono gruppi di controllo stabili contrapposti ad azionisti di minoranza: il modello d'impresa prevalente è quello della *public company* ad azionariato diffuso.

Chi valuta un investimento in azioni della durata, ad esempio, di 2 anni, considera i dividendi che si aspetta di incassare nei 2 anni e il prezzo a cui prevede di rivendere il titolo alla fine dei 2 anni (che rappresenterà la componente più importante dei flussi di rientro dell'investimento). Come stimerà questo prezzo finale? Lo stimerà mettendosi nei panni del potenziale acquirente a cui il titolo sarà venduto alla fine del secondo anno. Tale acquirente determinerà un valore congruo sulla base dei dividendi che si aspetta di incassare dal terzo anno in poi. Il fatto che il potenziale acquirente decida di tenere l'azione per 1 giorno, 1 mese, 10 anni non cambia le cose: anche lui nel valutare il prezzo congruo si metterà nei panni del nuovo potenziale investitore al quale dovrà vendere al termine del suo periodo di detenzione, quindi sarà indotto a considerare anche i dividendi oltre il termine del suo investimento. Seguendo questo approccio giungiamo a un'importante definizione:

- Il **valore fondamentale delle azioni** si determina proiettando la serie dei dividendi attesi su un orizzonte temporale pari alla durata economica dell'impresa, e calcolando la somma del valore attuale dei dividendi in base ad un tasso di attualizzazione pari al rendimento giudicato congruo per quell'investimento in azioni.

Valore fondamentale è sinonimo di *fair value* (termine utilizzato nel capitolo 9). Il primo termine è più usato nel mercato azionario, il secondo sui mercati delle obbligazioni e degli strumenti derivati.

Per generalità assumiamo un orizzonte temporale infinito, essendo la durata economica della società indeterminata. Definiamo la seguente formula:

$$\text{Valore fondamentale delle azioni} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividendi attesi}_t}{(1+r_E)^t}$$

dove r_E è il rendimento congruo atteso sull'investimento in azioni. Il **valore fondamentale** può essere confrontato con il **valore di mercato**, dato dalla **capitalizzazione di borsa**. In un mercato come quello ipotizzato, dove tutti seguono il criterio fondamentale, il valore di borsa (**valore di mercato**) coincide in equilibrio con il valore fondamentale calcolato sulla base delle aspettative e del rendimento richiesto dall'investitore medio (l'agente rappresentativo nel gergo della microeconomia).

In un mercato in equilibrio il valore fondamentale rispecchia quello di mercato, e quindi dà la misura della liquidità realizzabile vendendo le azioni sul mercato di Borsa. Un incremento di valore fondamentale può quindi essere monetizzato subito, a discrezione dell'azionista, vendendo le azioni sul mercato. Ecco che il valore fondamentale, pur dipendente da variabili a lunghissimo termine, diventa cruciale anche per decidere se conviene investire in azioni su orizzonti brevi. Nel breve, se i prezzi azionari oscillano perché cambiano le attese sui dividendi, il valore di equilibrio di r_E o per altri motivi, il rendimento realizzato a breve termine può essere molto diverso dal rendimento atteso r_E . Il rendimento realizzato sul breve coinciderebbe con r_E se le attese restassero invariate tra i momenti dell'acquisto o della vendita. Su orizzonti lunghi il rendimento realizzato dipende principalmente dai dividendi incassati e si avvicina a r_E se le previsioni sui dividendi futuri risultano, nella media, confermate.

Nella realtà, l'evoluzione dei prezzi di borsa appare spesso in contrasto con le ipotesi di razionalità, perfetta informazione e orientamento al lungo termine degli azionisti. Infatti, molti operatori seguono una logica che possiamo definire, genericamente, di tipo speculativo. Lo speculatore punta a realizzare guadagni dalle oscillazioni di breve periodo dei prezzi, prescindendo dall'analisi dei fondamentali di lungo periodo delle società quotate, e basandosi piuttosto su elementi contingenti quali nuove informazioni o voci di mercato, mutamenti del clima di fiducia, comportamenti ricorrenti rilevati attraverso l'analisi tecnico-grafica delle serie temporali dei prezzi e dei volumi scambiati. Un investitore è disposto ad acquistare a un dato prezzo, ancorché esagerato rispetto al valore fondamentale, se pensa di poter rivendere dopo poco tempo l'azione ad un prezzo ancora più alto ad uno speculatore ancora più spregiudicato, o più stupido. Di conseguenza, sotto l'influenza della speculazione i prezzi possono allontanarsi molto dai valori fondamentali per effetto di bolle speculative o di mode (*fads*). In questa sede preferiamo eludere questo fattore di disturbo, per cui lo consideriamo come un elemento trascurabile che allontana i prezzi dai valori fondamentali solo temporaneamente e per importi contenuti.

18.1.2 Limiti delle valutazioni basate sui dividendi

Il valore fondamentale delle azioni è matematicamente definito come valore attuale, analogamente al prezzo d'equilibrio di un'obbligazione (con le differenze che i flussi da attualizzare non hanno importo contrattualmente fissato e si proiettano su un orizzonte indeterminato).

Si presuppone qui la conoscenza dei principi di calcolo finanziario illustrati nei capitoli 8 e 9.

Valutare le azioni in questo modo ha però diverse controindicazioni:

- i dividendi non possono essere stimati come fossero un dato a sé stante (cosa che invece si può fare per cedole e rimborsi di un'obbligazione, che sono dati contrattuali): sono infatti un flusso che scaturisce dalla complessiva dinamica economica (risultato netto) e finanziaria (capacità di generare flussi di cassa) dell'impresa; nello specifico, i dividendi dipendono dai seguenti fattori:
 - il risultato netto, a sua volta dipendente dal risultato operativo, dalla leva finanziaria e dalle politiche di bilancio;
 - le politiche di distribuzione dei dividendi, che portano a determinare la percentuale dei dividendi sugli utili, detta anche *payout ratio*.
- i dividendi non sono l'unico flusso nei confronti degli azionisti, dato che questi possono subire anche delle uscite per aumenti di capitale a pagamento;

Il livello e la variabilità dei dividendi (cruciale per apprezzare il rischio dell'azione, quindi il rendimento congruo al quale attualizzare i dividendi) possono essere influenzati in modo intricato da queste molteplici cause. Pertanto, una valutazione impostata sui dividendi può facilmente portare ad errori sia di proiezione dei flussi che di stima del tasso congruo di attualizzazione.

Esempio. L'impresa A si sviluppa a ritmi sostenuti con *ROE* elevato, e paga dividendi solo negli anni in cui si generano flussi in eccesso rispetto al fabbisogno di copertura delle spese di investimento, realizzata quasi interamente con mezzi propri. L'impresa B, invece, opera in un mercato stagnante e ha bassa redditività; ciò nonostante paga dividendi elevati e stabili attingendo a riserve di liquidità accumulate in passato. Ne potremmo dedurre, ad una prima analisi superficiale, che l'azione di B debba valere di più perché paga dividendi più elevati e stabili. Ci sono seri dubbi che ciò sia vero, specie nel medio-lungo termine: appena saranno

esaurite le riserve di liquidità, B ridurrà il livello dei dividendi distribuiti. Invece A dopo qualche anno, una volta raggiunta la dimensione ottimale, beneficerà di flussi di cassa operativi positivi e elevati, che distribuirà sotto forma di maggiori dividendi. Ecco, questi sono gli errori che si possono commettere basando le valutazioni sui dividendi!

18.1.3 Il principio di separazione

La finanza aziendale moderna, di matrice statunitense, ha riformulato i criteri di valutazione delle imprese e delle azioni sulla base del:

- **Principio di separazione:** le decisioni di gestione finanziaria sono distinte in:
 - **Decisioni di investimento**, finalizzate all'incremento del valore delle attività operative;
 - **Decisioni di finanziamento**, finalizzate al reperimento dei capitali per gli investimenti e al contenimento (ove possibile) del relativo costo medio, nel rispetto del vincolo di solvibilità.

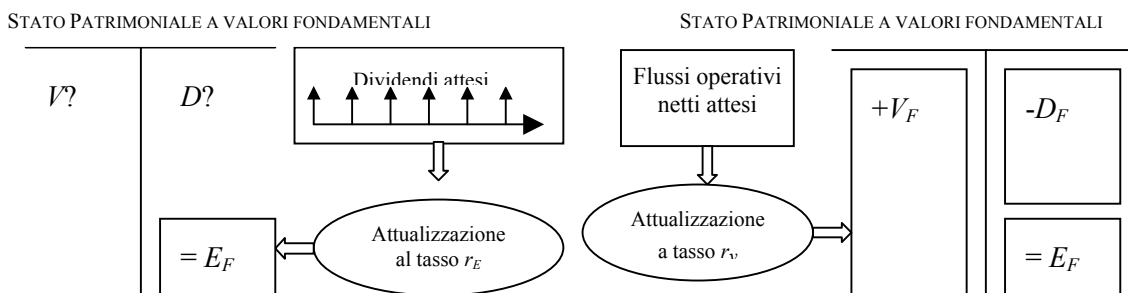
Tali decisioni vanno mantenute il più possibile separate al fine di:

- semplificare i procedimenti di valutazione, riducendo i fattori in gioco soprattutto riguardo alla misurazione del rischio e al confronto con valori standard di mercato/settore;
- consentire un decentramento delle decisioni di investimento in unità organizzative autonome all'interno di strutture d'impresa complesse.

Se si applica il principio di separazione, il valore fondamentale delle azioni (E_F , dove E sta per *equity*, che in inglese significa mezzi propri) viene ottenuto partendo dal valore delle attività (V_F) e sottraendo da questo il valore dei debiti (D_F). Attività e debiti sono valutati al loro **valore fondamentale**, calcolato come somma del valore attuale dei flussi di cassa attesi, rispettivamente, sulle attività operative e sui debiti, in base a tassi di rendimento atteso appropriati.

PRIMA, BASANDOSI SUI DIVIDENDI ATTESI

ORA APPLICANDO IL PRINCIPIO DI SEPARAZIONE



Si noti che l'attualizzazione avviene applicando tre tassi distinti (r_E , r_V , e r_D) differenziati in base alle caratteristiche di rischio dei flussi da attualizzazione.

- ◆ *I valori fondamentali di V, D ed E possono essere diversi, e normalmente lo sono, dai corrispondenti valori contabili tratti dal bilancio d'esercizio,: i primi si basano su dati previsionali, i secondi su dati storici.*
- ◆ *Quanto ai valori di mercato, questi non sono direttamente osservabili per V, mentre sono osservabili in Borsa per E; per D, sono osservabili se il debito è composto da obbligazioni quotate; in caso contrario sono stimabili in modo relativamente semplice ed oggettivo.*

Con questo modello, **il valore delle azioni dipende fundamentalmente dal valore delle attività d'impresa**: è questa la componente su cui si possono ottenere elevati incrementi di valore, ed è anche la più esposta a fattori di rischio, oltre che la più rigida da governare nell'ammontare e nei tempi di investimento e realizzo. La componente negativa data dal valore dei debiti è invece poco incidente sulla creazione o distruzione di valore per gli azionisti, nonché molto più facile da modificare nell'ammontare e nella composizione.

Un mutuo o un prestito obbligazionario può essere rimborsato anticipatamente pressoché in qualsiasi momento con costi relativamente contenuti e prevedibili. Per contro, chiudere o vendere uno stabilimento è un'operazione molto più problematica e potenzialmente rischiosa.

18.1.4 Raccordo tra flussi e valori con e senza separazione

La previsione dei dividendi deve basarsi sulla previsione dell'insieme dei flussi di cassa dell'impresa (ovvero sulla costruzione di un completo rendiconto finanziario previsionale). Per semplificare questa previsione, si è soliti porre alcuni vincoli di comportamento alla gestione finanziaria (possiamo interpretarli come regole semplificate di buona gestione):

- l'impresa sfrutta tutte le opportunità di investimento economicamente convenienti a sua disposizione;
- decide di mantenere una percentuale di indebitamento sostenibile in base alla quale stabilisce l'importo dei finanziamenti a titolo di debito (non dettagliamo il procedimento per semplicità);
- si prefigge di rispettare un vincolo di flusso di cassa netto nullo, affinché non si formino né attività né passività di tesoreria (che denoterebbero eccessi o carenze di liquidità indesiderate);
- per rispettare i vincoli sopra elencati, aggiusta il **flusso di cassa vs. azionisti** (- dividendi + aumenti di capitale) che quindi risulta **determinato in via residuale**.

Dettagliamo quanto enunciato riprendendo il prospetto di Rendiconto finanziario in forma sintetica.

Ipotizziamo che il Flusso di cassa operativo netto abbia normalmente segno positivo e che il Flusso di cassa vs. creditori e azionisti abbiano segno negativo. Per maggior leggibilità anteponiamo il segno alle voci:

+	Flusso di cassa operativo netto	
-	Flusso di cassa vs. creditori	
-	Flusso di cassa vs. azionisti	
=	Flusso di cassa netto	

Se poniamo il vincolo di Flusso di cassa netto = 0, possiamo così determinare il flusso netto incassato (se positivo) o pagato (se negativo) dagli azionisti:

$FC \text{ vs. azionisti} = FC \text{ operativo netto} - FC \text{ vs. creditori} \Rightarrow \text{Dividendi} - \text{Aumenti di capitale}$

- ◆ In inglese, il flusso di cassa verso azionisti determinato sotto il vincolo di flusso di cassa netto nullo è detto **Free cash flow to equity**.

18.1.5 Determinazione dei valori fondamentali

Flussi e valori fondamentali di pertinenza degli azionisti sono entrambi, sotto i vincoli posti, dati residuali:

$FC \text{ vs. azionisti} = \text{Dividendi} - \text{Aumenti di capitale} = FC \text{ operativo netto} - FC \text{ vs. creditori}$

$$E_F = V_F - D_F = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC \text{ operativo netto}_t}{(1+r_V)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC \text{ vs. creditori}_t}{(1+r_D)^t}$$

D_F è una componente governata soprattutto dalle scelte di leverage. Il suo valore fondamentale si basa principalmente su dati certi e quindi facili da valutare (i flussi per interessi e rimborso dei debiti in essere). Anche il valore di r_D è facile da determinare una volta stabilita la classe di rischio di insolvenza (**rating**) dell'impresa dipendente dal suo rischio operativo e dal grado di leverage.

I valori di r_D sono ricavabili dai tassi applicati sui prestiti bancari alle imprese con scadenza medio-lunga, o dai rendimenti delle obbligazioni d'impresa, avendo cura di scegliere tassi per **rating** corrispondenti a quello dell'impresa.

In generale r_D può essere così spiegato:

$$r_D = \begin{array}{l} \text{Tasso sui titoli a lungo} \\ \text{termine privi di rischio di} \\ \text{insolvenza (titoli di Stato)} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Premio per il rischio di} \\ \text{insolvenza (cresce al} \\ \text{peggiore del rating)} \end{array}$$

Se l'impresa s'indebita emettendo titoli quotati (obbligazioni) possiamo disporre di un valore di mercato D_M per D , che in un mercato efficiente e in equilibrio coincide con il valore fondamentale. Se invece i debiti non sono quotati (ad es. nel caso di prestiti bancari) si può usare D_F al posto di D_M . Se il **rating** dell'impresa non cambia drasticamente, e se non si registrano forti variazioni dei tassi a lungo termine, il valore fondamentale, o di mercato, dei debiti non differisce in misura rilevante dal valore contabile.

A differenza di E , V non ha un valore di mercato direttamente osservabile in Borsa, anche quando la società è quotata. Possiamo però calcolare indirettamente un valore di mercato V_M di V sommando i valori di mercato di E e D : ciò ha senso perché $E_M + D_M$ è il prezzo da pagare per acquistare tutti i titoli e i debiti emessi dall'impresa, che **dà diritto a percepire tutti i flussi vs. azionisti e vs. creditori**, che sommati (sotto i vincoli posti) ricostruiscono il Flusso di cassa operativo netto che è il ritorno che otterremo se acquistassimo direttamente le attività dell'impresa.

C'è chi dice che il luogo ideale per comprare una fabbrica è Wall Street, dove si trova la Borsa di New York.

Riepilogando, il **valore fondamentale** delle azioni dipende da quelli di attività e debito, che sono calcolati attualizzando a tassi appropriati i flussi operativi netti e vs. creditori:

$$V_F - D_F \Rightarrow E_F$$

Il **valore di mercato delle azioni** E_M è osservabile, in un mercato efficiente, dalla capitalizzazione di borsa della società.

Invece, il **valore di mercato delle attività** V_M (non osservabile) si ricava da quelli delle azioni e del debito (quest'ultimo facilmente stimabile e di solito vicino al valore contabile).

$$E_M + D_M \Rightarrow V_M$$

Se il mercato è in equilibrio V_M e V_F coincidono: il valore fondamentale delle attività diventa osservabile.

Se invece si ritiene che il mercato non sia in equilibrio, ad esempio, se si ritiene che i prezzi siano gonfiati dalla speculazione, allora non ci si può fidare di E_M (quindi di V_M) per stimare V_F , pertanto V_F deve essere ricavato col procedimento di attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti dell'impresa.

18.1.6 Determinazione del rendimento atteso sulle attività (r_v): procedimento diretto

La determinazione di r_v , rendimento atteso congruo sulle attività è uno dei problemi cruciali della finanza aziendale.

⇒ Si tratta di un dato critico per la valutazione di intere imprese, divisioni d'impresa e progetti di investimento.

In generale r_v si ritiene spiegato (analogamente a r_D) da due componenti:

$$r_v = \begin{array}{l} \text{Tasso sui titoli a lungo} \\ \text{termine privi di rischio di} \\ \text{insolvenza} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Premio per il rischio} \\ \text{sulle attività d'impresa} \end{array}$$

Le questioni cruciali sono due:

- come si deve identificare e misurare il rischio delle attività?
- Una volta misurato il rischio, come si calcola il premio per il rischio appropriato?

Le risposte alle questioni sono:

- sul piano teorico: rigorose, lineari e precise;
- sul piano pratico: empiriche, complesse e approssimate.

Non potendo qui approfondire i modelli teorici, che formano l'oggetto della teoria della finanza, accenniamo alle regole pratiche:

- Il fattore di rischio rilevante è identificato nella variabilità dei flussi di cassa operativi, specialmente se questa variabilità risulta correlata con l'andamento dell'economia o del mercato di Borsa in generale

I rischi dei titoli prociclici, che rendono molto nei periodi di vacche grasse (per usare un termine biblico) e poco in quelli di vacche magre, sono i meno graditi, quelli dei titoli anticiclici, che rendono nei periodi di vacche magre, sono i meno temuti; questo perché i titoli anticiclici rendono più stabile il rendimento di un **portafoglio** di azioni compensando il cattivo andamento del resto delle azioni nelle fasi congiunturali negative. Si tratta di un principio alla base della teoria della diversificazione dei portafogli finanziari.

- Questo rischio è **teoricamente misurabile** con un indicatore statistico (coefficiente beta); **in pratica** si tende ad associare alle società delle classi di rischio tenendo conto della loro appartenenza settoriale e di altri caratteri **qualitativi**;

Il premio per il rischio attribuito alla specifica impresa, data la sua classe di rischio, varia in relazione all'andamento generale del **premio per il rischio medio** vigente sul mercato di Borsa, dipendente soprattutto dall'**appetito per il rischio** degli investitori in titoli delle imprese (tale "appetito" è alto in una fase di espansione economica, e ciò fa scendere i premi al rischio; è basso in una fase di incertezza o di recessione).

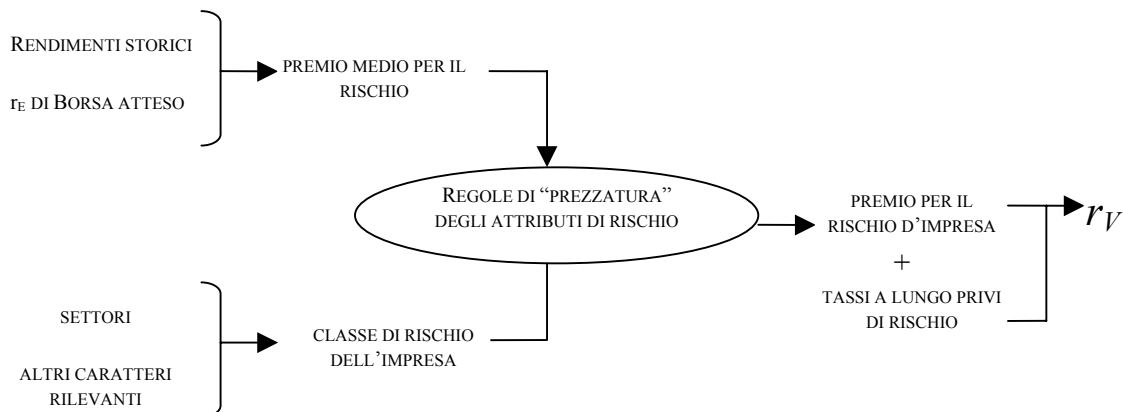
Il **premio per il rischio medio** è un dato non oggettivamente osservabile. Può essere stimato in due modi:

- Calcolo delle differenze medie tra i **rendimenti storicamente realizzati** su investimenti azionari e titoli di Stato, calcolate su serie di lunghezza decennale o superiore (ipotesi che i rendimenti realizzati "rivelino", nel lungo termine, i rendimenti attesi di equilibrio).
- Stima di **rendimenti attesi** per l'intera borsa con formule più o meno complesse. La più semplice (che prendiamo senza dimostrarla) è:

$$r_E \text{ di Borsa} = \frac{\text{utile}}{\text{prezzo}} = \frac{\text{Somma utili attesi per l'anno in corso da società quotate}}{\text{Capitalizzazione di Borsa società quotate}}$$

$$\text{Premio per il rischio medio} = r_E \text{ di Borsa} - \text{tassi su titoli a lungo termine privi di rischio}$$

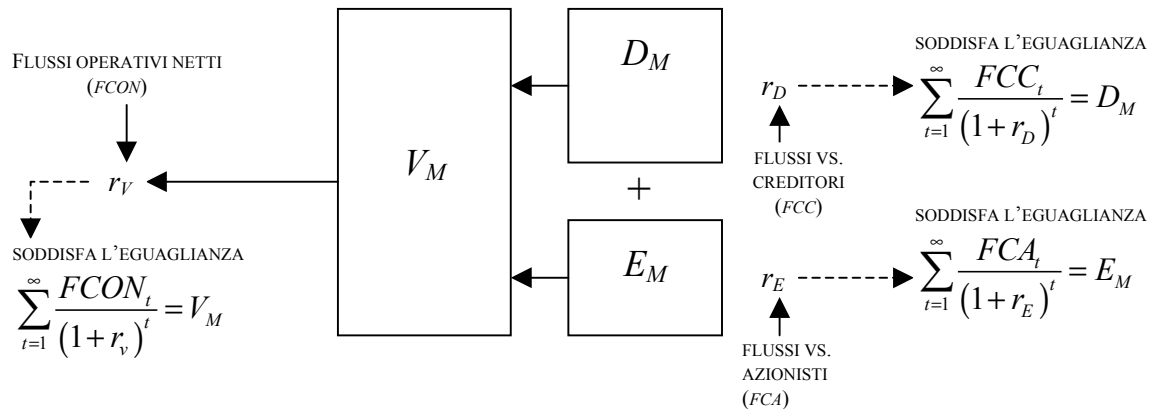
Riassumendo, il procedimento di determinazione diretta di r_V è il seguente:



18.1.7 Determinazione di r_V : procedimento indiretto

Col procedimento diretto visto sopra determiniamo un valore soggettivo ("teorico") di r_V col quale calcoliamo V_F , prescindendo dalla valutazione di mercato dell'impresa.

Se invece consideriamo rilevante la valutazione fatta dal mercato attraverso i prezzi dei titoli dell'impresa ($V_M = E_M + D_M$) allora ci possiamo accontentare di determinare un valore V_F esattamente uguale a V_M . Per rispettare tali requisiti r_V dovrà dipendere da r_E e da r_D di mercato cioè dai rendimenti che possiamo implicitamente desumere, dati i flussi vs. azionisti e vs. creditori, dai valori di $E_M + D_M$.



Secondo ipotesi molto semplificate (flussi operativi, vs. azionisti e creditori costanti ad infinito), si può giungere (non lo dimostriamo) alla seguente relazione che consente di ricavare r_V direttamente da r_E e r_D , come media ponderata:

$$r_V = r_E \frac{E_M}{V_M} + r_D (1 - T_C) \frac{D_M}{V_M} = \text{COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL) } \Rightarrow \text{WACC}$$

T_C indica come in precedenza l'aliquota d'imposta sui redditi d'impresa.

Il costo del capitale è la media ponderata di:

- r_E ; rendimento atteso degli azionisti;
- $r_D(1 - T_C)$, rendimento atteso dai creditori espresso come costo netto per l'impresa deducendo la percentuale di risparmio fiscale sugli interessi.
- ◆ *Questo valore di costo medio del capitale non serve, a differenza di quello ottenibile dal procedimento precedente, a determinare il valore altrimenti incognito di V_F , ma anzi si ricava dal valore osservato di V_M . La formula stabilisce un vincolo di interdipendenza tra i valori di r_V , r_E , r_D e la struttura finanziaria.*

18.1.8 Il procedimento indiretto è preferito nella prassi

Nella prassi si tende a preferire il procedimento indiretto che calcola r_V come $WACC$, ovvero come media ponderata del costo delle due fonti di capitale. Il procedimento indiretto ha alcuni vantaggi (alcuni sostanziali, altri soltanto apparenti):

- spiega il valore dell'impresa effettivamente realizzabile vendendo i titoli sul mercato di Borsa;
- è più intuitivo (misura quanto mediamente si paga ai finanziatori);
- esplicita la relazione tra il costo del capitale e la struttura finanziaria;
- utilizza in prevalenza dati osservabili o facilmente stimabili (r_D , D_M , E_M) **tutti tranne r_E .**

Purtroppo, r_E non è oggettivamente osservabile. Si può ricavare in due modi alternativi:

- come tasso implicito che eguaglia il valore attuale dei flussi attesi vs. azionisti al valore di Borsa delle azioni (occorre molta fiducia nella propria capacità di previsione dei flussi vs. azionisti);
 - con lo stesso procedimento diretto visto per r_V , attraverso la determinazione di un premio congruo per la classe di rischio dell'azione stimato in funzione della variabilità dei prezzi dell'azione e della loro correlazione con l'andamento del mercato di Borsa (**metodo usato nella prassi**).
- ◆ *Ancora una volta, non esiste una regoletta precisa. Ciò nonostante tra le imprese i criteri di valutazione basati sul valore delle attività stanno diffondendosi sempre più. Ciò dimostra che le imprese con una combinazione di teoria, buon senso, esperienza e ardimento, arrivano a quantificare il costo del capitale che giudicano appropriato per le loro attività.*

18.1.9 Riepilogo: significato di r_V "teorico" e di WACC

- r_V stimato "teoricamente" con il procedimento diretto consente di determinare dai flussi operativi netti il valore fondamentale delle attività V_F ; è il tasso di **rendimento** che, dato il premio al rischio medio vigente, potremmo ottenere **su un investimento alternativo** uguale per rischio alle attività d'impresa. Pertanto, possiamo interpretarlo come il **costo opportunità del capitale** (ovvero il rendimento cui rinunciò, investendo nell'impresa anziché, a parità di rischio, in altre imprese simili).
- r_V calcolato come WACC consente di determinare dai flussi operativi netti il valore di mercato delle attività d'impresa $V_M = D_M + E_M$. Possiamo interpretarlo come il **costo del capitale effettivamente sostenuto** sui finanziamenti raccolti dato il valore di mercato dei titoli dell'impresa.

Se il mercato dei titoli è in equilibrio V_M è in linea col valore di V_F calcolato dall'agente rappresentativo, quindi r_V "teorico" e WACC coincidono.

18.2 COME FAR CRESCERE IL VALORE DI MERCATO

Assumiamo che un'impresa persegua un obiettivo di massimizzazione del valore di mercato delle attività V_M . Per semplificare il modello, ipotizziamo **assenza di debiti**, per cui

$$V_M = E_M \quad r_V = WACC = r_E \quad FCA = FCON$$

Quest'impresa può raccogliere denaro dagli azionisti e investirlo in attività d'impresa. In equilibrio gli azionisti domandano un rendimento r_E in linea con r_V teorico, dipendente dal rischio attribuito alle attività.

Dati r_E e FCON previsti dagli azionisti, il valore di mercato delle azioni E_M si ricava così:

$$E_M = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCA_t}{(1+r_E)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCON_t}{(1+WACC)^t} = V_F \text{ per } r_V = WACC$$

⇒ Per massimizzare la ricchezza degli azionisti, l'impresa deve impiegare il denaro raccolto per gestire i progetti in essere e avviarne di nuovi perseguendo due obiettivi:

- **Aumento dei flussi di cassa operativi attesi**

↳ Gli azionisti devono essere indotti a rivedere verso l'alto le loro previsioni di $FCON$.

- **Riduzione del rischio delle attività \Rightarrow riduzione del $WACC$**

↳ Gli azionisti devono percepire una minore variabilità dei $FCON$ e quindi essere indotti ad accettare un rendimento atteso r_E più basso, che consente di ridurre il $WACC$.

Un'impresa che persegue con successo questi due obiettivi, è in grado di far crescere il valore di mercato dell'impresa a parità di denaro raccolto dagli azionisti.

18.2.1 La creazione di valore da parte di nuove imprese

Proponiamo un semplice esempio. Si crea dal nulla una società che vuole lanciare un nuovo prodotto per la depurazione dell'acqua. L'imprenditore presenta un piano (corredato di rendiconto finanziario a lungo termine) che comporta un investimento iniziale di 10 miliardi. Un gruppo di investitori si dichiara disposto a sottoscrivere azioni mediante collocamento privato di titoli non quotati per un controvalore di 10 miliardi. Tale somma coincide con il valore di mercato, attribuito da tali investitori alle attività d'impresa (quindi alle azioni, non essendo previsti debiti) sulla base delle seguenti stime (per semplicità i flussi sono stimati come valori medi costanti ad infinito).

$$FCON = 1,2 \text{ miliardi}$$

$$r_E = 12 \%$$

$$\text{per cui } V_M = E_M = \frac{1,2 \text{ miliardi}}{0,12} = 10 \text{ miliardi.}$$

◆ *Applichiamo la formula del valore attuale di una rendita perpetua vista nel paragrafo 9.4.*

a) **La società viene costituita** e comincia subito ad operare. Il suo stato patrimoniale contabile evolve così:

Costituzione SP Contabile		→	Inizio attività SP Contabile	
c/c 10	Patrimonio 10	Acquisto scorte, impianti, ecc., con la liquidità disponibile	Attività operative nette 10	Patrimonio 10

\Rightarrow All'inizio dell'attività il valore di mercato delle attività coincide con il valore contabile.

b) **Dopo due mesi** si hanno i primi dati sulle vendite: il prodotto è stato accolto benissimo dal mercato. L'impresa (e con lei gli azionisti) rivedono verso l'alto le loro previsioni di

sviluppo di fatturato e flussi di cassa. L'avvio della produzione ha inoltre consentito di apprezzare più ottimisticamente i rischi di natura tecnica, è quindi ragionevole ridurre il premio al rischio.

⇒ Gli azionisti (e in generale il mercato di Borsa) rivede le sue attese.

	PRIMA	ADESSO
<i>FCON</i>	1,2	1,5
r_E	12%	10%

Esplose l'interesse per le azioni delle società. L'impresa, con l'approvazione degli azionisti, decide di chiedere l'ammissione alla quotazione in Borsa. Il primo giorno di quotazione si rileva un prezzo delle azioni che corrisponde al seguente valore della capitalizzazione della società, coerente con le attese riviste in meglio:

$$E_M^1 = V_M^1 = \frac{1,5 \text{ miliardi}}{10\%} = 15 \text{ miliardi} \text{ contro } 10 \text{ miliardi iniziali}$$

Gli azionisti possono, se vogliono, vendere le loro azioni realizzando un rendimento del 50% in due mesi! L'incremento di valore delle azioni riflette l'incremento del valore fondamentale delle attività d'impresa percepito dal mercato.

Confrontiamo i valori contabili e di mercato delle attività prima e adesso (valori in miliardi).

	SP PRIMA		SP DOPO	
A VALORI CONTABILI	ATTIVITA' OPERATIVE 10	PATRIMONIO 10	ATTIVITA' OPERATIVE ≈10	PATRIMONIO ≈10
A VALORI DI MERCATO	ATTIVITA' OPERATIVE (V_M) 10	PATRIMONIO (E_M) 10	ATTIVITA' OPERATIVE (V_M) 15	PATRIMONIO (E_M) 15

L'incremento del valore di mercato delle attività (+5 miliardi), che si traduce in un corrispondente incremento di valore di mercato del patrimonio, misura la **creazione di valore per gli azionisti**.

18.2.2 Estensione al caso di imprese già operanti

Per un'impresa già operante, l'avvio di nuovi progetti di investimento equivale alla creazione di nuove microimprese all'interno della struttura esistente.

La regola della creazione del valore può essere estesa:

- ◆ l'impresa ha convenienza ad attuare quei progetti che “valgono più di quel che costano”

ovvero

- ◆ hanno migliori probabilità di raggiungere, una volta avviati, un valore di mercato superiore alla liquidità spesa per acquistare le attività operative nette da essi richieste. L'impresa deve essere convinta di poter dimostrare (prima o poi) agli azionisti che :

$$\text{Valore di mercato del progetto} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCON(\text{progetto})}{(1+WACC)^t} > \begin{array}{l} \text{SPESE DI INVESTIMENTO, OVVERO} \\ \text{VALORE CONTABILE (AL COSTO)} \\ \text{DELL'INCREMENTO DI ATTIVITÀ} \\ \text{OPERATIVE RICHIESTO} \end{array}$$

La differenza tra valore di mercato e valore al costo dell'investimento è definita **valore attuale netto**.

$$VAN = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCON(\text{progetto})}{(1+WACC)^t} - \begin{array}{l} \text{VALORE AL COSTO} \\ \text{DELL'INCREMENTO DI} \\ \text{ATTIVITÀ OPERATIVE} \end{array}$$

I progetti con VAN atteso positivo, se hanno successo, si traducono in incrementi di valore delle attività, quindi delle azioni.

PER FAR CRESCERE E MANTENERE IL VALORE DI MERCATO DELLE AZIONI L'IMPRESA DEVE SFRUTTARE LE OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO CON VAN POSITIVO.

18.3 VALORE DI MERCATO, VALORE CONTABILE E ALTRI VALORI

Ricapitolando, il **valore delle attività operative** (da cui si ricava sottraendo i debiti quello del patrimonio netto) può essere espresso e misurato secondo varie accezioni:

- ◆ **Accezioni già trattate**

<p>VALORE CONTABILE</p> <p>↓</p> <p>IL VALORE OTTENIBILE DAL BILANCIO DI ESERCIZIO (ATTIVITÀ OPERATIVE NETTE)</p> <p>V_C</p>	<p>È definito con un procedimento analitico ovvero come somma dei valori contabili netti delle componenti dell'attivo (crediti, rimanenze, immobilizzazioni). I valori contabili netti sono valori al costo, rettificati per ammortamenti (immobilizzazioni) o svalutazioni prudenziali (crediti, scorte). Quindi il valore contabile dipende da dati storici e stime.</p>
<p>VALORE FONDAMENTALE</p> <p>↓</p> <p>IL VALORE “EQUO” DI CESSIONE DELL'INTERA IMPRESA FUNZIONANTE (PRIVA DI DEBITI)</p> <p>V_F</p>	<p>È un valore calcolato attualizzando i flussi di cassa operativi attesi ad un tasso r_V adeguato al rischio delle attività; dipende da dati futuri attesi, che vengono tradotti in valori con un procedimento di calcolo finanziario (stima soggettiva).</p>

<p>VALORE DI MERCATO</p> <p>↓</p> <p>VALORE RICAVABILE DALLA CESSIONE DELL'IMPRESA AMMESSO DI POTERNE VENDERE I TITOLI AI PREZZI CORRENTI DI BORSA</p> $V_M = E_M + D_M$	<p>È la misura del valore fondamentale espressa dal mercato di Borsa (è quindi disponibile solo per società quotate). Si rileva semplicemente sommando i valori di Borsa dei titoli emessi dall'impresa (più il valore fondamentale di eventuali debiti non quotati). È ottenibile (spiegabile) anche attualizzando i flussi di cassa operativi attesi al costo medio ponderato del capitale; dipende da dati futuri attesi, che vengono tradotti in valori (veri e propri prezzi osservabili) dall'incontro della domanda e dell'offerta sul mercato di Borsa.</p>
---	--

◆ **Nuove accezioni**

<p>VALORE CONTABILE RETTIFICATO</p> <p>↓</p> <p>COSTO DI RICOSTRUZIONE DELLE ATTIVITÀ DELL'IMPRESA FUNZIONANTE (A PARITÀ DI CAPACITÀ PRODUTTIVA) AI COSTI/PREZZI CORRENTI</p> V_{CR}	<p>Si ottiene dal valore contabile apportando rettifiche analitiche, analoghe a rivalutazioni o svalutazioni, alle componenti dell'attivo il cui valore contabile non riflette il valore corrente del costo di riacquisto o di ricostituzione (nel caso di rimanenze di materie prime e semilavorati e immobilizzazioni) o il presunto valore di realizzo (nel caso di scorte di prodotti finiti); dipende da dati storici rettificati in base a prezzi e costi correnti.</p>
<p>VALORE DI LIQUIDAZIONE</p> <p>↓</p> <p>È IL VALORE REALIZZABILE IN CASO DI CESSAZIONE DELL'ATTIVITÀ DALLA VENDITA DELLE SINGOLE COMPONENTI DELLE ATTIVITÀ</p> V_{LIQ}	<p>Si ottiene con un procedimento analitico come somma del presunto valore di realizzo delle componenti dell'attivo. Dipende da prezzi di realizzo correnti. Fa normalmente emergere forti diminuzioni di valore sulle attività non negoziabili (es: immobilizzazioni materiali e immateriali, scorte di semilavorati).</p>

18.3.1 Confronto tra le diverse accezioni di valore delle attività

Esaminiamo il significato delle differenze più significative tra i valori sopra elencati:

A. Valore contabile rettificato – Valore contabile

Esprime il saldo tra rettifiche per rivalutazioni e svalutazioni dovute a discrepanze tra valori contabili e costi di riacquisto/sostituzione. È influenzato da molteplici cause, tra le principali:

- Variazioni dei prezzi (scorte di materie prime, costo di riacquisto di impianti e macchine)
- Obsolescenza (scorte di prodotti, immobilizzazioni)
- Criteri contabili (valutazione delle rimanenze; ammortamento delle immobilizzazioni; capitalizzazione delle spese pluriennali).

La differenza può essere positiva o negativa e tende a crescere (in valore assoluto) all'aumentare dell'età media degli investimenti aziendali.

B. Valore fondamentale – Valore contabile rettificato

oppure

Valore di mercato – Valore contabile rettificato

è definito **avviamento sulle attività** o **valore di mercato aggiunto (market value added)** dell'impresa.

È positivo per le imprese capaci di attuare investimenti con VAN positivo (che valgono più di quanto rende normalmente un investimento di pari rischio).

L'avviamento è la somma di differenze di valore:

- già emerse, su investimenti già attuati;
- previste su investimenti futuri;

L'avviamento può essere negativo se l'impresa ha realizzato (o si prevede possa realizzare in futuro) investimenti economicamente non vantaggiosi.

C. Valore fondamentale – Valore di liquidazione

oppure

Valore di mercato – Valore di liquidazione

Indica se l'impresa vale di più come entità funzionante o come insieme di beni da dismettere.

Se positivo, indica la convenienza a mantenere in vita l'impresa.

Se negativo, indica che l'impresa va ristrutturata oppure, se la ristrutturazione non è praticabile, va posta in liquidazione (“vale più da morta che da viva”).

Un'impresa può avere un avviamento negativo e ciò nonostante può convenire mantenerla in vita: è quanto si verifica quando è rispettata la seguente relazione:

$$\text{valore contabile rettificato} > \text{valore fondamentale (o di mercato)} > \text{valore di liquidazione (o di mercato)}$$

In questo caso non converrebbe ricreare da zero un'impresa come quella, perché spenderemmo una somma pari al valore contabile rettificato per avviare un investimento con valore di mercato inferiore (meglio investire altrove, a parità di rischio). Però se l'impresa esiste già, e se liquidandola realizzeremmo un valore inferiore al suo valore di mercato, allora conviene mantenerla in vita.

Per finire:

D. Valore fondamentale – Valore contabile oppure Valore di mercato – Valore contabile
è un dato spurio pari alla somma di A più B.

⇒ non ha un significato economico specifico e rilevante

E. Valore di mercato – Valore fondamentale “teorico”

Se positivo indica che il mercato sopravvaluta l'impresa: gli attuali azionisti potrebbero avere convenienza a vendere le loro azioni o a farne emettere di nuove dalla società per offrirle a nuovi soci.

Se negativo, il mercato sottovaluta l'impresa. Può diventare interessante l'investimento nel titolo, o ancora più interessante, nel mercato di Borsa, la scalata al controllo della società mediante acquisti massicci di azioni.

18.3.2 Approccio contabile e finanziario: differenze

La **contabilità** utilizza come dato di sintesi della redditività per i soci il **risultato netto di esercizio**. La contabilità rileva inoltre fuori esercizio (cioè al di fuori del conto economico) i flussi pagati ai soci per dividendi e quelli incassati dai soci per aumenti di capitale.

La **finanza aziendale** si basa invece sulla **variazione della ricchezza degli azionisti**, data dai flussi di cassa dati/ricevuti dagli azionisti e dalle variazioni del valore di mercato del patrimonio. La finanza considera tutte le componenti di creazione di valore che hanno manifestazione contabile, i flussi di liquidità verso i soci considerati dalla contabilità, e in più le variazioni dell'avviamento sulle attività presenti e future, che si manifestano in differenze tra il valore di mercato e il valore contabile del patrimonio.

La contabilità fornisce volutamente misure parziali: scopo del bilancio d'esercizio non è misurare la ricchezza degli azionisti e le sue variazioni complessive, ma piuttosto determinare prudenzialmente attraverso il Risultato netto d'esercizio, la parte dell'incremento di ricchezza che può, a discrezione degli azionisti, essere distribuita come dividendo senza che venga impoverito **in modo occulto** il patrimonio della società, col rischio di compromettere la stabilità e lo sviluppo dell'impresa (con danno per i creditori e i dipendenti).

L'approccio finanziario è molto esigente quanto ai dati richiesti: teoricamente la previsione dei flussi di cassa richiederebbe una serie di bilanci previsionali dettagliati corredati di rendiconto finanziario su un orizzonte di 50-100 anni. Esso si basa su **tecniche di calcolo molto accurate** applicate a **dati molto incerti**, e questo può comportare il rischio di **valutazioni ingannevoli**.

Nella pratica i criteri applicati sono delle semplificazioni dell'approccio finanziario, come il modello EVA, su cui v. oltre 18.4. Schematizziamo le differenze tra i due approcci nel prospetto seguente.

Confronto tra le misure contabili e finanziarie del reddito degli azionisti

	RISULTATO NETTO CONTABILE	VARIAZIONE RICCHEZZA DEGLI AZIONISTI
ORIZZONTE DI VALUTAZIONE	Un esercizio (eccetto dati stimati)	indeterminato
FONTE DEI DATI	In prevalenza fatti di gestione rilevati a consuntivo	In prevalenza previsioni
SCOMPOSIZIONE DEL RISULTATO	<ul style="list-style-type: none"> • + Dividendi • + Variazioni delle riserve di patrimonio (al valore contabile) per accantonamenti di utile 	<ul style="list-style-type: none"> • + Dividendi • + Variazioni del valore di mercato del patrimonio per effetto: <ul style="list-style-type: none"> - delle Variazioni delle riserve di patrimonio per accantonamento di utili - delle Variazioni dell'avviamento
REGOLE DI VALUTAZIONE	Influenzate dalla normativa civilistica e fiscale e da prassi convenzionali ↓ Esigenza di basarsi il più possibile su dati oggettivi e su criteri codificati e prudenziali	Influenzate dalla teoria finanziaria e dalla prassi dei mercati finanziari ↓ Esigenza di applicare criteri in grado di collegare valutazioni soggettive e valori di mercato
VARIABILITÀ	Più contenuta	Più elevata (specie la componente di variazione dell'avviamento)

18.3.3 Reddito operativo e flusso di cassa operativo: differenze

Secondo l'approccio finanziario il valore di mercato e il valore fondamentale delle attività dipendono dai flussi finanziari complessivi attesi dagli investitori (nelle ipotesi fatte sono dati dal **flusso di cassa operativo netto**).

Nell'analisi della redditività operativa basata su indici di bilancio, avevamo usato come misure di reddito o di ritorno sull'investimento nelle attività operative il Risultato operativo e il *ROI*. Le due misure sono collegate. Infatti il flusso di cassa operativo netto è così determinato:

	Risultato operativo	
	- Impatto fiscale gestione operativa	
	+ Ammortamento	
	- Variazione capitale circolante operativo netto	
	+ Variazione fondo TFR	
A	= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO CORRENTE	
	- Investimenti in immobilizzazioni	
	+ Disinvestimenti in immobilizzazioni	
B	= FLUSSO DI CASSA DA IMMOBILIZZAZIONI	
C	= <u>FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO = A + B</u>	

Facciamo il caso di un'impresa che abbia raggiunto lo **stadio di maturità** (ricavi stazionari, investimenti limitati al mantenimento della capacità produttiva con sostituzione delle immobilizzazioni giunte al termine della loro durata economica).

In un caso “scolastico”, se assumiamo:

- Investimenti netti (= Investimenti-Disinvestimenti) uguali agli Ammortamenti.
- - Variazione del capitale circolante operativo netto + variazione fondo TFR = 0

allora Ammortamenti e Flusso di cassa da immobilizzazioni si elidono, così come variazione del capitale circolante e del TFR. Avremo in tal caso coincidenza tra Reddito operativo e Flusso di cassa operativo netto:

$$\begin{aligned} \text{Flusso di cassa} &= \text{Risultato operativo} - \text{impatto fiscale gestione operativa} = \\ \text{operativo netto} &= \text{Risultato operativo al netto delle imposte} \end{aligned}$$

Di conseguenza, il dato che usiamo come flusso da attualizzare per calcolare V_F coincide con il dato impiegato per calcolare il *ROI* nello stesso anno.

18.3.4 Cause della divergenza tra risultato operativo e flusso di cassa operativo netto

Il caso “scolastico” appena prospettato raramente si verifica nella realtà. Può essere accettato come approssimazione accettabile soltanto nell'analisi di imprese operanti in **settori maturi** e molto stabili.

In altre situazioni, il fatto di utilizzare il reddito operativo al posto dei flussi di cassa può comportare errori notevoli, così schematizzabili:

- **Imprese ad alta crescita:** investimenti netti e variazioni del capitale circolante netto superano ampiamente gli ammortamenti. Il *FCON* è inferiore al Risultato operativo, anche quando quest'ultimo è molto elevato;
- **Imprese in settori in declino,** contraddistinti dal calo della domanda e dei ricavi, dove l'impresa riduce la capacità produttiva, quindi ha investimenti netti e variazioni del circolante negativi, per cui *FCON* risulta superiore al risultato operativo.

Pertanto, nel caso di imprese operanti in business nuovi, usare il Risultato operativo come stima dei flussi di cassa porta a:

- sovrastimare i flussi di cassa nella fase di crescita (anni più vicini);
- sottostimarli nella fase di declino (anni più lontani).

Ne deriva una sovrastima del valore fondamentale dovuta allo spostamento fittizio dei flussi dagli anni lontani a quelli vicini.

18.4 UN COMPROMESSO TRA APPROCCIO FINANZIARIO E CONTABILE. IL MODELLO EVA

Negli anni '90 si è molto diffuso a partire dagli USA un modello di analisi della redditività aziendale a preventivo e a consuntivo basato su una “contaminazione” tra concetti contabili e finanziari: il modello EVA, elaborato da un consulente americano, Bennet Stewart III.

Il modello ha per scopo la misura della capacità di creazione di valore per gli azionisti di un'impresa o di una divisione aziendale. La creazione di valore è misurata come avviamento sulle attività (in inglese *market value added, MVA*), un concetto che abbiamo già introdotto in precedenza nel punto 18.3.1.

Rispetto all'avviamento definito in precedenza, che è calcolato come differenza tra valori fondamentale e contabile rettificato delle attività, il valore di *MVA* si determina attualizzando i valori previsti del cosiddetto **sovrareddito**, o *Economic Value Added (EVA)*. Più precisamente, per ogni anno t , EVA_t è calcolato come differenza tra il Risultato operativo netto di imposte RO_t (previsto o realizzato) e un Risultato operativo "medio-normale", che è quello che si sarebbe ottenuto investendo una somma pari al Valore contabile rettificato delle attività in un'impresa con pari rischio, ottenendo un rendimento normale, pari al *WACC* dell'impresa:

$$EVA_t = RO_t - \underbrace{(WACC \times V_{CR,t})}_{\substack{\text{risultato operativo} \\ \text{medio normale}}}$$

Nel modello *EVA* il *WACC* è calcolato in base a pesi ricavati dai valori contabili rettificati dei debiti (D_{CR}) e delle azioni (E_{CR}). D_{CR} è il costo di sostituzione dei debiti, che coincide con il loro valore fondamentale. E_{CR} è semplicemente la differenza tra V_{CR} e D_{CR} . In formule:

$$WACC = r_E \frac{E_{CR}}{V_{CR}} + r_D (1 - T_C) \frac{D_{CR}}{V_{CR}}$$

Il procedimento di calcolo dell'*EVA* merita un approfondimento. Tale valore può essere interpretato come una misura di risultato di esercizio "super-netto". Cerchiamo di spiegare questo concetto poco ortodosso. Il risultato netto di esercizio si ottiene sottraendo al risultato operativo gli interessi passivi (ovvero la remunerazione dei creditori) e le imposte. L'*EVA* si può ricavare sottraendo al risultato netto un ulteriore costo figurativo, corrispondente all'equa remunerazione da riconoscere agli azionisti. I passaggi che dimostrano quanto testé affermato sono schematizzati nel prospetto seguente.

Risultato operativo netto d'imposte	Risultato operativo lordo - $T_C \times$ Risultato operativo lordo	Risultato operativo lordo - Impatto fiscale gest.operativa
- $WACC \times V_{CR} = - r_E \times E_{CR} - r_D (1 - T_C) \times D_{CR}$	- $r_E \times E_{CR}$ - $r_D \times D_{CR}$ + $T_C \times r_D \times D_{CR}$	- Remunerazione equa azionisti - Interessi passivi rettificati + Risparmio fiscale interessi
= <i>EVA</i>		

Riordinando le voci riportate nella terza colonna della tabella possiamo scrivere:

$$EVA = \underbrace{\text{Ris.operativo lordo} - \text{Interessi passivi rettificati}}_{\text{Risultato netto d'esercizio rettificato}} - \underbrace{\begin{matrix} - \text{Impatto fiscale gestione operativa} \\ + \text{Risparmio fiscale interessi} \end{matrix}}_{\text{Imposte}} - \text{Remunerazione equa azionisti}$$

L'*EVA* è pertanto una misura di “sovrareddito netto” di esercizio, calcolata al netto del compenso equo che l'azienda dovrebbe riconoscere a tutti i suoi finanziatori, tanto ai creditori, quanto ai soci.

Il compenso dei creditori stimato a tale fine non corrisponde agli interessi passivi presenti in conto economico, ma è ricalcolato in base ai valori correnti del tasso sui debiti e dei debiti stessi: peraltro, il valore così ottenuto non si discosta significativamente dagli interessi di competenza rilevati ai fini contabili. La remunerazione equa degli azionisti è invece un costo figurativo che non trova alcuna corrispondenza all'interno del conto economico: esso non è propriamente un costo in termini contabili, dato che concettualmente si colloca a valle del risultato netto.

Per il modello *EVA*, la società crea valore per gli azionisti se questi ottengono un risultato netto superiore alla remunerazione equa calcolata sul valore contabile rettificato del patrimonio in base al tasso r_E . Come più volte ricordato, gli azionisti ottengono ogni anno la loro remunerazione effettiva sotto forma di dividendi oppure di variazione del valore delle azioni. Di conseguenza, la remunerazione effettiva annua oscilla nel tempo molto più di quanto facciano il risultato netto e l'equa remunerazione calcolati nel modo indicato.

L'avviamento, o *market value added (MVA)*, è la somma degli EVA_t attualizzati su di un orizzonte temporale di durata n , detto periodo di vantaggio competitivo (*competitive advantage period*), al termine del quale si prevede un riallineamento del Risultato operativo con il valore medio normale (quindi *EVA* nulli negli anni successivi a n). In formule:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

dove:

EVA_t : sovrareddito nell'anno t ;

RO_t : risultato operativo effettivo dell'impresa al netto di imposte;

$V_{CR,t}$: valore contabile rettificato delle attività operative nell'anno t .

$WACC$: costo medio ponderato del capitale (determinato con il procedimento indiretto descritto in precedenza al punto 18.1.7)

n : numero di anni nei quali si prevedono sovraredditi.

Una volta determinato il *market value added*, è semplice ricavare il valore fondamentale delle attività d'impresa come somma di *MVA* e del valore contabile rettificato delle attività (V_{CR}):

$$V_F = V_{CR} + MVA$$

Il modello dell'*EVA*:

- è interessante perché dimostra la popolarità raggiunta dai criteri di valutazione basati sul valore di mercato delle attività d'impresa;
- documenta il tentativo di incorporare criteri finanziari nei sistemi tradizionali di rilevazione contabile e programmazione e controllo basati su conti economici e budget: è questo il motivo per cui si fa uso di misure reddituali, e non finanziarie, di flusso da attualizzare;
- rispetto ai criteri finanziari classici, cerca di ridurre la mole di dati previsionali da stimare: è questo il motivo della limitazione dell'orizzonte temporale a n anni;

- dal punto di vista tecnico e concettuale, ha molti aspetti indeterminati e soggettivi, primo fra tutti il procedimento di rettifica del valore delle attività operative.

Nonostante i suoi limiti, il modello *EVA* ha soprattutto una valenza culturale: è lo strumento che ha portato la logica della creazione di valore di mercato in imprese cui tale visione era ignota o estranea, permeando di tale logica i sistemi di controllo di gestione e di incentivazione del management.

Capitolo 19 - Epilogo. Il principio di economicità

Secondo alcuni eminenti economisti aziendali italiani, come Gino Zappa e Carlo Masini, le aziende sono la dimensione economica di entità, gli istituti, che sono creati da un insieme di persone per realizzare un bene comune. Come l'istituto, l'azienda è creata per avere una vita duratura. Connesso al carattere della **durabilità**, abbiamo quello dell'**autonomia**. Un'azienda solidamente strutturata deve funzionare e svilupparsi *autonomamente* nel tempo in condizioni di equilibrio, basandosi sulle risorse che è in grado di attirare dall'esterno o di generare dalla gestione, ovvero senza ricorrere in modo sistematico a interventi "di emergenza" da parte di altri soggetti volti a coprire costi o debiti in eccesso.

Una famiglia non deve dipendere dal sostegno dei genitori dei coniugi. Analogamente un'impresa non deve dipendere dal sostegno esterno, che può essere dato dalle agevolazioni ricevute dallo Stato o da sistematici apporti al patrimonio netto effettuati dai proprietari a ripiano delle perdite, come avveniva per molti gruppi industriali a proprietà pubblica negli anni settanta. Un ente pubblico (un comune) deve erogare i servizi che gli competono attingendo alle proprie fonti d'entrata, senza dover richiedere *a posteriori* apporti straordinari da parte dello Stato o di altre entità.

Se si vuole che un'azienda venga gestita in condizioni di durabilità e di autonomia è necessario rispettare, nel perseguimento delle finalità di istituto, una regola di condotta che vale per tutte le tipologie di istituti: il **principio di economicità**.

Il principio di economicità non può essere formulato come una regoletta semplice e meccanica. Anzi, l'economicità il concetto che sintetizza tutte le considerazioni che abbiamo fatto nelle lezioni precedenti quando abbiamo cercato di evidenziare dei principi di sana gestione, o quando abbiamo esemplificato errori o rischi che devono essere, nei limiti del possibile, evitati.

Limitandoci a considerare il caso di istituti di tipo impresa, il principio di economicità è rispettato quando la gestione dell'azienda si svolge in condizioni di equilibrio dinamico, ovvero un equilibrio mantenuto nel tempo, su un orizzonte temporale medio-lungo, da un'entità in movimento, che si sviluppa, fronteggia minacce e opportunità in continua evoluzione, segue un percorso che viene adattato alle circostanze. Mantenersi in condizioni di equilibrio gestionale significa raggiungere gli obiettivi di redditività e di sviluppo sui *business* già avviati, secondo le opportunità offerte dai settori di attività, senza esporsi al rischio di fallimento in caso di eventi aleatori sfavorevoli, ad anzi conservando al proprio interno una riserva di risorse finanziarie, umane, tecniche che dia l'energia per resistere nei periodi di avversità e per cogliere le *chance* di crescita che il mercato presenta in forme sempre nuove.

Come abbiamo visto, tre sono i principali prospetti di sintesi delle rilevazioni d'azienda. Tre sono anche le dimensioni rispetto alle quali va perseguito l'equilibrio gestionale dinamico, e ciascuna dimensione può essere associata ad uno dei prospetti. Definiamo tali dimensioni:

- **l'equilibrio economico**, ovvero il conseguimento di un risultato netto di esercizio mediamente positivo, rilevato (ovviamente) in **conto economico**; requisito per un sano equilibrio economico è l'equa remunerazione dei fattori impiegati nella gestione; in altre parole, l'equilibrio tra ricavi e costi non deve essere conseguito con lo sfruttamento di risorse a costo basso (fuori mercato), ad esempio riducendo il costo del personale mediante il ricorso a lavoro irregolare, oppure imponendo ai fornitori prezzi esigui in virtù del proprio potere contrattuale, o anche eludendo le imposte, o con altri comportamenti opportunistici consentiti da imperfezioni del mercato o da falle della normativa;
- **l'equilibrio finanziario**, che si ha quando, nel medio periodo, risulta assicurato un tendenziale equilibrio tra entrate e uscite, e più specificamente quando i flussi di cassa generati dalla gestione operativa sono adeguati a remunerare i creditori e gli azionisti e a rimborsare i debiti in scadenza; un'azienda opera in condizioni di equilibrio finanziario quando riesce ad evitare squilibri strutturali tra entrate ed uscite, che possono manifestarsi come eccessi di uscite che non possono essere coperti con fonti di finanziamento strutturali, sia (caso meno preoccupante) come accumulo di liquidità non economicamente impiegabile nell'impresa; la variabile che riflette le condizioni di equilibrio finanziario è il flusso di cassa netto rilevato nel **rendiconto finanziario**¹; il flusso di cassa netto misura correttamente le condizioni di equilibrio finanziario se è calcolato al netto di uscite per flussi verso finanziatori che siano adeguati rispetto agli impegni contrattuali verso i creditori e alle attese di remunerazione degli azionisti; in altre parole, un flusso di cassa netto positivo non denota un sano equilibrio finanziario se per conseguirlo l'impresa paga sistematicamente in ritardo i fornitori e le banche, o se non distribuisce mai utili agli azionisti;
- **l'equilibrio patrimoniale**, ovvero il mantenimento di attività di importo adeguatamente superiore a quello dei debiti, in modo che risulti un patrimonio netto sempre positivo e di dimensioni adeguate rispetto alla copertura dei rischi di perdita che gravano sulla gestione; il patrimonio netto può considerarsi adeguato quando l'azienda ha un rapporto di indebitamento (leva finanziaria) non eccessivamente elevato, per cui è in grado di mantenersi solvibile nei confronti dei propri creditori anche quando dovessero manifestarsi delle perdite d'esercizio che vanno a intaccare il patrimonio netto; l'equilibrio patrimoniale può essere apprezzato, in modo parziale e non sempre accurato, sulla base dei valori delle attività, dei debiti e del patrimonio netto desunti dallo stato patrimoniale incluso nel bilancio d'esercizio; una misura più coerente e aggiornata la si ottiene dal valore del patrimonio netto (E) desunto da uno **stato patrimoniale al valore di mercato** come differenza tra il valore di mercato delle attività operative (V) e dei debiti (D).

Le tre dimensioni dell'economicità sono tra loro interdipendenti. Si possono fare numerose riflessioni ed esempi riguardo a questa interdipendenza.

L'equilibrio economico regge, nel medio periodo, gli altri due. Infatti, per poter generare flussi di cassa operativi adeguati a remunerare i suoi finanziatori (equilibrio finanziario) l'impresa deve conseguire un reddito operativo positivo ed adeguato al rischio dell'attività svolta, essendo il reddito operativo il principale alimentatore dei flussi di cassa operativi correnti. Nel medio periodo, anche l'equilibrio patrimoniale dipende da quello economico: è infatti il

¹ Un aspetto di dettaglio dell'equilibrio finanziario è l'**equilibrio monetario**, che si ottiene quando, su un orizzonte temporale breve, si riesce a bilanciare le entrate e uscite di cassa in modo ordinato, senza che vi sia necessità di effettuare operazioni di finanziamento o di investimento di tesoreria "di emergenza" a condizioni di tasso penalizzanti. La gestione della tesoreria è la sottoarea della gestione finanziaria che presiede al mantenimento dell'equilibrio monetario.

reddito la fonte prima degli incrementi (o delle diminuzioni) del valore del patrimonio; un'impresa che subisce perdite sistematicamente vedrà il patrimonio ridursi e il grado di indebitamento crescere. Una situazione del genere potrà essere corretta con nuovi apporti patrimoniali dei soci, ma costoro saranno disposti ad effettuarli soltanto se giudicano l'impresa in grado di recuperare, con interventi di ristrutturazione, un'adeguata capacità di reddito.

Possiamo però affermare che gli effetti di interdipendenza possono esercitarsi anche in altre direzioni. Una situazione di *squilibrio finanziario* può costringere l'impresa a ricorrere a fonti di finanziamento, come il debito a breve, più costose e meno stabili. Ciò si traduce in un aumento del peso degli interessi passivi sul reddito netto (squilibrio economico) e in un aumento indesiderato del grado di indebitamento (squilibrio patrimoniale). Un'impresa che sperimenta tali tensioni di liquidità può essere costretta a rinunciare a progetti di investimento altrimenti vantaggiosi (a danno dell'equilibrio economico futuro).

Un'azienda eccessivamente indebitata (*squilibrio patrimoniale*) risulta vulnerabile al rischio di leva finanziaria (potenziali *squilibri economici*) ed inoltre vede molto limitata la sua capacità di fronteggiare *squilibri finanziari* ricorrendo a nuovi prestiti, dato che le banche sono restie a confermare e ad espandere il credito nei confronti di aziende sovraindebitate che non offrono adeguate garanzie patrimoniali.

Gli esempi potrebbero proseguire all'infinito. Non era comunque negli obiettivi di questo modulo esaurire la conoscenza degli equilibri gestionali delle aziende. La materia che abbiamo trattato la potrete capire soltanto quando avrete completato la vostra formazione universitaria e, soprattutto quando, in un domani più o meno prossimo, entrerete in un'azienda e avrete fra le mani la responsabilità di prendere decisioni che ne influenzano le sorti. Come in un gioco non infantile, o come in una disciplina sportiva, il successo delle decisioni e delle azioni che prenderete dipenderà dalla capacità di ragionare velocemente sulla base di tutti i fattori rilevanti in gioco, tenendo conto delle molteplici dimensioni secondo cui può svilupparsi la situazione da affrontare, in modo da giocare le carte a vostra disposizione nel modo più efficace rispetto al conseguimento dell'obiettivo finale. A differenza di quanto accade nelle attività ludiche, in azienda si è sottoposti ad un imperativo molto più stringente e drammatico, che è quello di restare comunque in gioco, di evitare che l'impresa fallisca. Nella realtà spesso le decisioni sono più semplici da prendere perché è la realtà stessa a guidarci, a segnalarci i pericoli fatali da evitare, a indicarci l'unico percorso giusto, compatibile con i nostri mezzi e le nostre capacità.

Contribuire da protagonisti alla vita di un'impresa sana è un'avventura delle più appassionanti. Speriamo di aver contribuito, con queste lezioni, a fornirvi un quadro ordinato e ragionevole degli aspetti più importanti, una mappa sulla quale organizzare e, col tempo, arricchire la vostra visione dell'economia delle imprese.