



ANALISI FINANZIARIA

Corso PER BIENNIO SPECIALISTICO
A.A. 2012-2013

*Analisi delle forme e strutture di S.P., C.E.,
Cash Flow e Rendiconto Finanziario,
Indicatori di bilancio e mutamenti di borsa,
Bilancio Consolidato*

A cura di Giorgia Balletti, Enrico Carta, Martina Chiaro, Simone Corbetta, Stefano De Tommaso, Fabio Maniaci, Marina Mazzanti, Andrea Muratori, Valeria Ottaviano e Lorenzo Tartaglia

| | |
|---|----|
| 0. Introduzione | 5 |
| 1. IL CONTO ECONOMICO | 5 |
| 1.1. STRUTTURE DI CONTO ECONOMICO | 7 |
| 1.1.1. Conto Economico in forma "a sezioni divise e contrapposte" | 8 |
| 1.1.1.1. Conto economico a Costi, Ricavi e Rimanenze (CRR)..... | 8 |
| 1.1.1.2. C.E. a Ricavi e Costi del Venduto (CRV)..... | 10 |
| 1.1.1.3. C.E. a Valore e Costo della Produzione Realizzata (VPR)..... | 11 |
| 1.1.2. Conto Economico a Costi e Ricavi, forma "scalare" | 11 |
| 1.1.2.1. C.E. a Ricavi e Costi del Venduto (CRV)..... | 14 |
| 1.1.2.2. C. E. a Ricavi, Costi Variabili e Margine di Contribuzione..... | 19 |
| 1.1.2.3. C. E. a Ricavi, Costi Diretti e Margine di Contribuzione..... | 20 |
| 1.1.2.4. C. E. a Valore e Costi della Produzione Realizzata..... | 20 |
| 1.1.2.5. C. E. a Valore della produzione e valore aggiunto..... | 21 |
| 1.1.2.6. C.E. a Valore della Produzione e Margine Operativo Lordo (M.O.L.)..... | 23 |
| 1.2. CONTO ECONOMICO (ex art. 2425 codice civile) | 25 |
| 1.3. CONTO ECONOMICO (IAS/IFRS) | 27 |
| 2. LO STATO PATRIMONIALE | 31 |
| 2.1. STRUTTURE DI STATO PATRIMONIALE | 31 |
| 2.1.1. S. P. riclassificato in base all'area gestionale di destinazione e alla funzione svolta nel processo produttivo (criterio "funzionale") | 32 |
| 2.1.1.1. Il Capitale Circolante Netto (CCN)..... | 34 |
| 2.1.2. S. P. riclassificato in relazione al grado di liquidità ed esigibilità (criterio "liquidità/esigibilità" o "del tempo di recupero") | 37 |
| 2.1.3. Riclassificazione "qualitativa" dello S.P. (rapporto tra fabbisogno finanziario e forme di copertura) | 39 |
| 2.2. INDICI E MARGINI (concetti generali) | 40 |
| 2.3. ANALISI DELLA "STRUTTURA" FINANZIARIA | 41 |
| 2.3.1. Indici e Margini di COMPOSIZIONE e CORRELAZIONE | 42 |
| 2.3.1.1. Indici del grado di elasticità degli investimenti e dei finanziamenti..... | 42 |
| 2.3.1.2. Indici di Solidità Patrimoniale..... | 45 |
| 2.4. ANALISI DELLA "SITUAZIONE" FINANZIARIA | 46 |
| 2.4.1. Indici e Margini di COMPOSIZIONE e CORRELAZIONE | 47 |
| 2.4.1.1. Gli indici di rotazione..... | 49 |
| 2.4.1.2. Gli indici di durata e giacenza media..... | 52 |
| 2.4.1.3. Posizione Finanziaria Netta e Situazione Finanziaria Netta..... | 52 |
| 2.4.2. Schema sinottico. esempi: caso BASTOGI e caso TBS | 54 |
| 2.5. STATO PATRIMONIALE (ex art. 2424 del codice civile) | 56 |
| 2.6. STATO PATRIMONIALE IAS/IFRS | 58 |
| 3. INDICATORI E ANALISI DI REDDITIVITA' | 59 |
| 3.1. IL ROE (Return on Equity) | 59 |
| 3.1.0. L'EVA (Economic Value Added)..... | 61 |
| 3.1.1. Le 4 DETERMINANTI del ROE..... | 64 |
| 3.1.1.1. Il ROI (Return on Investment) e il ROS (Return on Sales)..... | 65 |
| 3.1.1.1.1. LE DETERMINANTI DEL ROI..... | 66 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 3.1.1.2. | LE DETERMINANTI DEL ROS | 66 |
| 3.1.1.2. | Capitale Operativo / Capitale Investito | 67 |
| 3.1.1.3. | LEVERAGE | 67 |
| 3.1.1.3.1. | COVERAGE | 68 |
| 3.1.1.4. | Contributo delle altre gestioni | 68 |
| 3.2. | ANALISI DI REDDITIVITA' | 69 |
| 3.2.1. | <i>Il diagramma di redditività e il Break Even Point (BEP)</i> | 69 |
| 3.2.2. | <i>Leva Operativa, Leva Finanziaria e Leva Azionaria</i> | 70 |
| 3.2.2.1. | Leva Operativa | 70 |
| 3.2.2.2. | Leva Finanziaria | 72 |
| 3.2.2.3. | Leva Azionaria | 75 |
| 4. | INDICATORI E MULTIPLI DI MERCATO | 77 |
| 4.1. | Indici della Gestione Non Operativa | 77 |
| 4.2. | Multipli ed Indicatori di borsa | 78 |
| 4.2.1. | <i>I principali multipli di mercato</i> | 79 |
| 4.2.1.1. | Enterprise Value (EV) | 79 |
| 4.2.1.2. | Earnings Per Share (EPS) e Price Earnings per Share (PES) | 81 |
| 4.2.1.3. | Dividend Per Share (DPS) | 82 |
| 4.2.1.4. | Dividend Yield | 83 |
| 4.2.1.5. | Price to Book e rapporti col PES | 83 |
| 4.2.1.5.1. | PES vs. PRICE TO BOOK | 84 |
| 4.2.1.6. | Moltiplicatore di Borsa | 84 |
| 4.2.1.7. | Total Shareholders Return (TSR) | 85 |
| 4.2.2. | <i>Gli indicatori di Borsa Italiana</i> | 85 |
| 4.2.2.1. | Volatilità | 85 |
| 4.2.2.2. | Indice di Forza Relativa (RSI) | 86 |
| 4.2.2.3. | Resistenza e Supporto | 87 |
| 4.2.2.4. | Beta | 88 |
| 5. | ANALISI DELLA "DINAMICA" FINANZIARIA | 89 |
| 5.1. | LA "DINAMICA" FINANZIARIA | 89 |
| 5.1.1. | L'AUTOFINANZIAMENTO | 90 |
| 5.1.1.1. | Metodi di calcolo dell'Autofinanziamento | 91 |
| 5.1.2. | <i>I Flussi Finanziari e il CCN</i> | 93 |
| 5.1.3. | <i>Autofinanziamento e Flusso di CCN della gestione corrente</i> | 95 |
| 5.1.3.1. | Metodi di calcolo del flusso interno di CCN della gestione corrente | 96 |
| 5.1.4. | <i>Autofinanziamento e Cash Flow</i> | 98 |
| 5.1.4.1. | Dal CCN della gestione corrente al Cash Flow | 100 |
| 5.2. | Il Rendiconto Finanziario | 104 |
| 5.2.1. | <i>Il Foglio di Lavoro (è il documento excel delle esercitazioni)</i> | 105 |
| 5.2.1.1. | Le Rettifiche | 106 |
| 5.2.1.1.A. | RETTIFICHE DEL PATRIMONIO NETTO | 107 |
| 5.2.1.1.B. | RETTIFICHE DEI COSTI CALCOLATI | 109 |
| 5.2.1.1.C. | RETTIFICHE DI COMPONENTI STRAORDINARIE | 110 |
| 5.2.1.1.D. | RETTIFICHE DEI COSTI CAPITALIZZATI | 111 |
| 5.2.1.1.E. | RICOSTRUZIONE DELLE USCITE LEGATE A PASSIVITA' PRESUNTE | 112 |
| 5.2.1.1.F. | ALLINEAMENTO SCORTE | 113 |
| 5.2.1.1.G. | Evidenziazione Debiti Finanziari | 113 |

| | | |
|------------|--|-----|
| 5.2.1.1.H. | <u>Eliminazione SVALUTAZIONI</u> | 114 |
| 5.2.2. | <u>Il prospetto di Rendiconto Finanziario</u> | 114 |
| 5.3. | <u>Il prospetto di Cash Flow (Flusso di Cassa)</u> | 115 |
| 5.3.1. | <u>Il Cash Flow Reddituale</u> | 116 |
| 5.3.1.1. | <u>Prospetto</u> | 117 |
| 5.3.2. | <u>Il Cash Flow Patrimoniale</u> | 117 |
| 5.3.2.1. | <u>Prospetto</u> | 118 |
| 6. | <u>IL BILANCIO CONSOLIDATO</u> | 118 |
| 6.1. | <u>DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE</u> | 119 |
| 6.1.1. | <u>Il concetto di controllo ai fini del Bilancio Consolidato</u> | 119 |
| 6.2. | <u>IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO</u> | 121 |

0. Introduzione

Le analisi del bilancio possono avere **due diverse finalità**:

- *Verificare l'economicità* dell'impresa,
- *Verificare la liquidità* dell'impresa, analisi che non può essere mai slegata dalla precedente.

Le verifiche possono essere svolte sia a livello storico su documenti già esistenti (bilanci), sia a livello prospettico su documenti che contengono le prospettive future.

A livello storico la *verifica dell'economicità* viene fatta attraverso l'uso di bilanci opportunamente riclassificati mentre per la *verifica della liquidità*, oltre ai bilanci riclassificati vengono utilizzati anche i rendiconti finanziari.

A livello prospettico, i documenti utilizzati sono i bilanci pro-forma a cui si aggiungono i preventivi economici nel caso di *verifica dell'economicità* e i preventivi finanziari per *verifiche di liquidità*.

N.B.: i valori presenti nei bilanci possono essere letti sia in termini assoluti sia in termini relativi, cioè paragonandoli con quelli degli anni precedenti.

N.B.: Ai fini delle analisi finanziarie, economiche e reddituali occorre fare una doppia lettura dei valori di bilancio sia in *termini assoluti* sia in *termini relativi* (paragonandoli con quelli degli anni precedenti attraverso una relativizzazione che usa lo strumento della percentualizzazione che è applicabile con gli stessi principi a ogni struttura:

- *Letture Orizzontale*: si riferisce alla variazione percentuale dei valori da un esercizio all'altro, ossia il tasso di incremento/decremento temporale nel suo evolversi nel tempo; deve essere contestualizzato all'interno della lettura verticale (si può passare da un costo di 1.000 a uno di 10.000, ma se la percentuale verticale rimane costante l'incremento della voce è poco rilevante).

- *Letture Verticale*: da maggiore importanza al profilo operativo, si riferisce a valori assoluti e percentuali che esprimono indici di efficienza, ossia studiano l'incidenza percentuale delle varie voci di costo sulla determinazione del fatturato (o dei ricavi netti) di vendita fatti pari a 100.

Esempio 1: se relativizziamo il C.E. rispetto ai RICAVI, si ottengono indicatori di efficienza in quanto si vanno ad esprimere i costi in termini dei ricavi; Esempio 2: se relativizziamo lo S.P. rispetto ad una singola classe di INVESTIMENTI (es. le immobilizzazioni) si ottengono indici di composizione delle differenti classi di investimento o di finanziamento rispetto ai rispettivi totali.

Un'impresa che attua un processo di verticalizzazione della filiera produttiva tende ad avere una strategia di investimenti più rigida e una composizione degli investimenti caratterizzati con una preponderanza dell'attivo fisso; la strategia di finanziamento (identificata come percentuale delle date classi di fonti sul loro totale) dipende dalla strategia di investimenti: esiste correlazione tra investimenti e fonti di finanziamento.

1. IL CONTO ECONOMICO

IL CONTO ECONOMICO è il documento di bilancio che evidenzia il risultato economico di periodo conseguito per effetto della gestione, contrapponendo i costi ed i ricavi di competenza, e costituisce la misura dell'incremento/decremento che il capitale netto aziendale ha subito nell'esercizio.

Le analisi del conto economico presentano differenti finalità generali e mirano a verificare:

- Attendibilità del reddito di periodo (soggettività): si riferisce al livello di soggettività del reddito di periodo che risente del criterio di competenza e delle valutazioni "soggettive" su operazioni in corso.

Il reddito viene influenzato dal peso di queste componenti rispetto a quelle oggettive ed è notoriamente una variabile soggettiva frutto proprio dell'interazione tra queste variabili derivanti, in tutto o in parte, da un processo di valutazione ("soggettiva").

Nel determinare il Capitale Netto di Funzionamento (CNF), il valutatore, deve tener conto del grado di recuperabilità dei suoi elementi: se non sono recuperabili andrà svalutato, cioè dovrà attualizzare

perdite anche se solo presunte/previste e ignorare utili sperati e non certi (principio della prudenza tipico del modello civilistico).

La valutazione può essere fatta anche secondo il valore corrente (*fair value*) attualizzando sia passività presunte tramite l'uso di fondi rischi ed oneri, sia gli utili anche se soltanto sperati.

Passando dal modello civilistico a quello IAS aumenta sempre più la soggettività perché si passa dall'ottica del modello nazionale, ancorato al costo storico, al modello tenuto secondo i principi internazionali e basato su approcci orientati al futuro e che fa uso del *fair value* e invece che della logica del costo storico; ciò rispecchia il fatto che l'informativa del bilancio IAS non è più diretta al creditore ma all'investitore.

Il reddito è una variabile *proxy* della capacità di creare valore, alla base delle decisioni aziendali perché rappresenta la base per remunerare capitale attraverso il dividendo e gli investimenti attraverso l'autofinanziamento;

A differenza del reddito, il flusso di cassa è l'unico elemento oggettivo.

• Produzione della ricchezza e remunerazione dei fattori (valore aggiunto e durabilità): tutte le aziende hanno la finalità di produrre e distribuire valore in modo "adeguato e congruo" tra i soggetti che partecipano all'attività produttiva secondo un'ottica di lungo periodo, perché la mera creazione di valore per l'azionista è una visione di breve periodo e può mettere a repentaglio la sopravvivenza dell'azienda stessa* (il primo obiettivo dell'analista è misurare nel tempo le condizioni di durabilità).

L'economicità è una variabile di medio-lungo periodo e consiste nelle condizioni da soddisfare per la sopravvivenza di lungo periodo, ossia la capacità di "creare valore", ma ciò non basta perché bisogna anche saper "distribuire" tale valore in maniera corretta tra tutti i soggetti o fattori che hanno partecipato alla sua creazione e sono istituzionalmente interessati alla sopravvivenza dell'impresa (produrre reddito è cosa diversa da produrre e distribuire valore), ne sono esempi i finanziatori a titolo di capitale, di prestito, i lavoratori e lo Stato.

• Cause della redditività: questo tipo di analisi fa riferimento al **contributo delle diverse aree e dei diversi settori** (soprattutto nei gruppi d'impresa) e mira a capire come si genera il reddito nelle varie parti dell'impresa; a tal proposito si distinguono le aree in:

- gestione caratteristica, operativa, tipica, relativa al *core business*;
- gestione extra-caratteristica.

La situazione è tanto migliore quanto più il reddito deriva da quella caratteristica; ci possono essere più business, perciò l'analisi deve essere condotta anche a livello di settori di attività.

La redditività è la base dell'economicità, ma i due concetti non coincidono: l'analisi della redditività è un'analisi di breve termine, mentre l'economicità si riferisce alla durabilità del tempo;

• Dinamica finanziaria (recupero delle risorse e calcolo dell'autofinanziamento): per poterne studiare la dinamica finanziaria, il conto economico deve essere riorganizzato, in particolare per determinare l'entità dell'autofinanziamento e attraverso numerose riclassificazioni si ottengono strutture con diversa capacità informativa che focalizzano l'attenzione su specifici aspetti interessanti (ad es. per analisi finanziaria si usa la struttura a ricavi e costi del venduto).

- E' un'analisi detta anche di retrospesione finanziaria che indica quali sono i costi/ricavi dietro i quali si annidano le effettive uscite/incassi finanziari.

E' utile definire L'AUTOFINANZIAMENTO (in senso ampio) come l'insieme delle risorse finanziarie, generate dalla gestione corrente e capaci di produrre un miglioramento nel rapporto tra investimenti e finanziamenti di origine esterna o conferiti dalla proprietà perché permette la copertura del fabbisogno con un minor ricorso a fonti attinte dall'esterno).

In sostanza si tratta di un pacchetto di risorse finanziarie che corrisponde a sezioni più ampie del semplice flusso dei ricavi visto che include:

- il c.d. capitale autogenerato: nuova ricchezza resa disponibile dalla gestione corrente e che può essere consumata nel medio - lungo termine (i ricavi che coprono utili + costi futuri presunti);

• il c.d. capitale rigenerato: entità dei mezzi monetari precedentemente investiti e recuperati attraverso le risorse generate (i ricavi che coprono ammortamenti + perdite future presunte).

I soggetti interessati alla distribuzione della ricchezza prodotta sono i dipendenti, il capitale di proprietà, i mercati, lo Stato e l'impresa stessa ed esistono due visioni contrapposte: gli *shareholders models* che danno priorità agli interessi degli azionisti e hanno una visione di breve periodo potenzialmente dannosa, contrapposti agli *stakeholders models*, ma oggi si predilige un approccio di Corporate Social Responsibility (CSR).

Sono tre le **principali caratteristiche** del conto economico:

1) il **contenuto analitico** (vengono iscritte le singole voci e non i semplici totali),
2) **struttura**: è la modalità di aggregazione delle voci e calcolo di risultati intermedi che hanno un valenza significativa; può essere fatta per natura (in base alla natura dei fattori produttivi) o per destinazione (riferendosi all'area funzionale di pertinenza: amministrativa, commerciale, industriale e ricerca&sviluppo, la quale è assente nello schema IAS perché non esiste legame diretto tra spesa e ricavi) fermo restando che in nota integrativa ci deve essere comunque il dettaglio "per natura".

N.B.: ognuna di esse ha una diversa capacità informativa e focalizza l'attenzione su diversi aspetti specifici.

3) **forma** (esposizione all'esterno di tali aggregazioni, a sezioni divise e contrapposte oppure in forma scalare).

1.1. STRUTTURE DI CONTO ECONOMICO

Il conto economico, quindi, può presentare diverse forme e strutture che permettono di classificare i componenti di reddito in relazione alle diverse esigenze; **in termini di forma** si distinguono:

- Conti Economici **a sezioni divise e contrapposte**,
- Conti Economici **in forma scalare** (oggi più utilizzati).

All'interno di ognuna delle due tipologie di forma, è possibile optare per diverse alternative **in termini di struttura**, utili per riclassificare le componenti in base alla loro natura ed evidenziare le grandezze e le variabili interessanti in termini reddituali, economici e finanziari:

1. **A costi, ricavi e rimanenze**: si tratta di strutture ormai cadute in disuso che permettono di **identificare** il grado di soggettività del reddito di periodo e sono tipicamente in forma a sezioni divise e contrapposte;

2. **A costi e ricavi**: si caratterizzano per l'evidenziazione dei consumi dei fattori produttivi, cioè del costo di utilizzazione effettiva degli stessi; costi e consumi possono coincidere (se le rimanenze sono nulle (Δ scorte = 0)), ma talvolta differiscono in quanto vi possono essere delle rimanenze che generano una diversità tra quanto acquistato (costo) e quanto consumato in fattori produttivi. → QUESTE STRUTTURE HANNO UNA NATURE

Questa struttura può presentarsi in entrambe le forme viste sopra e si distingue in:

- **Struttura a ricavi e costi del venduto** (come quella adottata dagli IAS): si basa su un modello del reddito realizzato, cioè finanziariamente conseguito e si valuta al costo. VALENZA ESTERNA, MA NON RIFLETTONO DI ANALIZZARE IN PROFONDITÀ
- **Struttura a ricavi e costi della produzione realizzata** (come quella civilistica): si basa su un modello del reddito maturato e le voci vengono valutate al valore di presumibile realizzo provocando un'anticipazione di una parte di utili relativi ai prodotti realizzati ma non venduti, e che avranno manifestazione in futuro;
- **Struttura a valore della produzione e valore aggiunto**
- **Altre** (a ricavi, costi variabili e MdC, a valore della produzione e margine oper.vo).

Le prime due strutture nascono in antitesi in quanto si basano su un diverso modo di applicare la competenza economica per l'attribuzione di costi e ricavi al reddito di periodo.

La prima struttura assegna il reddito quando il ciclo produttivo si conclude con la vendita ed effettua una valutazione al costo storico ancorata al modello di reddito realizzato (si considerano di competenza tutti i costi o oneri anche se solo potenziali ma gli utili solo se effettivi).

La seconda assegna ricavi, utili e reddito a mano a mano che la produzione avanza effettuando una valutazione al valore di presumibile realizzo secondo una competenza economica basata sul reddito maturato (non si anticipano solo costi, ma anche ricavi).

N.B.: Il nostro codice civile prevede una struttura di conto economico a valore e costo della produzione realizzata agganciata, però, al modello di reddito realizzato: si deroga al criterio del costo solo nel caso di imprese che lavorano su commessa, le quali valutano al valore di presumibile realizzo che mette in evidenza il valore del prodotto in corso di lavorazione, nel caso di opere perduranti negli anni.

A proposito delle principali differenze tra le strutture prime due strutture può essere elaborato un piccolo schema riassuntivo:

| RICAVI E COSTI DEL VENDUTO | RICAVI E COSTI PROD. REALIZZATA |
|--|--|
| a) <u>Venduto</u> | a) <u>Produzione</u> |
| b) <u>criterio di competenza economica:</u> attribuisce al reddito di periodo costi e ricavi solo al momento della vendita. quando si realizza la parte finale del ciclo produttivo con l'ottenimento dei ricavi. | b) attribuisce al reddito di periodo costi e ricavi a mano a mano che si realizzano, anche se non sono ancora finanziariamente realizzati. |
| c) ciò che non è finanziariamente conseguito (non venduto) si rimanda al periodo successivo. nel quale si ritiene di poter realizzare i ricavi. | c) reddito di periodo = RICAVI DI VENDITE + RICAVI IN CORSO DI FORMAZIONE (per prodotti non ancora venduti). |
| d) <u>principio della prudenza e criterio del costo:</u> di solito, ciò che rimando al futuro è valutato al valore più basso tra costo e valore di presumibile realizzo (VPR) → <u>MODELLO DI REDDITO REALIZZATO:</u> si devono anticipare i costi futuri anche se solo presunti o potenziali (CFP) ma gli utili possono essere inseriti solo se realizzati. | d) si abbandonano il principio della prudenza e il criterio del costo e ci si avvicina al valore di presumibile realizzo (VPR) → <u>MODELLO DI REDDITO MATURATO:</u> si considerano utili potenziali ma non realizzati finanziariamente. |
| Le passività si valutano al valore più alto tra costo e VPR (di solito VPR). Le attività si valutano al valore più basso (di solito costo). | Logica di produzione destinata alla vendita, al magazzino e all'interno (lavori in economia) |

IMPORTANTE!

1.1.1. Conto Economico in forma "a sezioni divise e contrapposte"

1.1.1.1. Conto economico a Costi, Ricavi e Rimanenze (CRR)

E' una struttura nella forma tradizionale "a sezioni contrapposte" (non più usata dal 1993) ed è la più adatta allo studio dell'attendibilità del reddito di periodo perché tiene conto della sistematicità dei valori che contribuiscono alla sua formazione. (SOGGETTIVITÀ)

Ha una scarsa valenza informativa esterna (per l'analista), permette di identificare e misurare il grado di soggettività del reddito in base al peso delle componenti valutative (quote ammortamento, costi futuri presunti e perdite future presunte): tanto più queste pesano e tanto maggiore sarà la soggettività del reddito.

Il peso di queste componenti può essere analizzato con un indice che misura la soggettività nella determinazione del reddito di periodo:

$$\frac{(Quote\ ammortamento + svalutazioni + accantonamenti)}{Ricavi\ netti}$$

In linea generale, a parità di reddito e altre variabili connesse, si preferisce sempre l'impresa caratterizzata da più elementi oggettivi.

I componenti oggettivi di questa struttura di conto economico sono i ricavi e costi di acquisizione dei fattori perché derivanti da un atto di scambio con l'esterno mentre tutte le altre voci sono soggettive in quanto nascono da valutazioni (rimanenze, quote di ammortamento e svalutazioni).

• Il più grande pregio di questa struttura: permette di cogliere il grado di attendibilità di cui gode il bilancio evidenziando l'incidenza sul reddito di esercizio, di valori soggettivi come rimanenze iniziali, finali e costi presunti futuri, accanto a valori oggettivi come costi e ricavi finanziariamente sostenuti e conseguiti nel periodo.

Tali elementi permettono di analizzare in modo più adeguato il collegamento tra i risultati della gestione del periodo, l'attività svolta nel passato e le operazioni che si pensa di compiere nel futuro.

I legami con il passato sono espressi come rimanenze iniziali di fattori (costi sostenuti in esercizi trascorsi e in attesa di utilizzazione economica) e risconti attivi e passivi (costi e ricavi anticipati finanziariamente nel passato, a fronte dei quali occorre effettuare le prestazioni nel presente).

I legami con il futuro sono espressi da rimanenze finali attive (costi sostenuti nel periodo ma in attesa di essere reintegrati dai ricavi dei futuri esercizi); rimanenze finali passive (ricavi conseguiti nel presente, la cui corrispondente prestazione avverrà nel futuro); perdite future presunte (Pfp) e costi futuri presunti (Cfp) (oneri o perdite potenziali future ma di competenza attuale secondo il principio di prudenza, perché legate a rischi originati nelle operazioni dell'esercizio in corso che vengono anticipate al presente ed imputate al reddito di periodo).

Come valutare la soggettività: la presenza di costi e ricavi misurati da atti di scambio e stimati permette di individuare l'ampiezza dei valori valutati soggettivamente e di rapportarla a quella dei valori oggettivi; l'attendibilità del reddito mira a studiare anche l'intensità dell'incertezza legata a tali valutazioni: occorre individuare la razionalità delle congetture sulla futura evoluzione dell'attività aziendale e dei criteri utilizzati per quantificare i valori soggettivi che, peraltro, sono parametro di riferimento per valutare la congruità dei valori di bilancio e per l'attestazione delle società di revisione.

| | Componenti negativi | Componenti positivi |
|---|---|--|
| Componenti provenienti dal passato | <input type="checkbox"/> Rimanenze iniziali di fattori <ul style="list-style-type: none"> > materie > semilavorati > Prodotti > Contabili (risconti) | <input type="checkbox"/> Rimanenze iniziali di prestazioni da adempiere (risconti passivi) |
| | <input type="checkbox"/> Costi di acquisizione dei fattori <ul style="list-style-type: none"> > lavoro > materie > servizi | <input type="checkbox"/> Ricavi delle vendite |
| Componenti dell'esercizio originari | <input type="checkbox"/> Oneri finanziari | <input type="checkbox"/> Proventi finanziari |
| | <input type="checkbox"/> Casi straordinari | <input type="checkbox"/> Ricavi straordinari |
| Componenti soggettivi (operati sull'andamento futuro) | <input type="checkbox"/> Quote di ammortamento | |
| | <input type="checkbox"/> Accantonamenti (Cfp) e svalutazioni (Pfp) | |
| | <input type="checkbox"/> Rimanenze finali di prestazioni da adempiere (risconti passivi) | <input type="checkbox"/> Rimanenze finali di fattori <ul style="list-style-type: none"> - materie - semilavorati - Prodotti - Contabili - costi capitalizzati* |
| | Utile | Perdita |

• Il difetto di questa struttura: non vi sono aggregati intermedi e parziali ma l'unico aggregato informativo evidenziato è l'utile o la perdita, calcolato come differenza tra tutti i componenti positivi e negativi di reddito, cosa che non permette di evidenziare il contributo delle varie gestioni perché mancano gli aggregati intermedi (parziali) fondamentali relativi ad esse e desumibili, invece, dalle altre strutture.

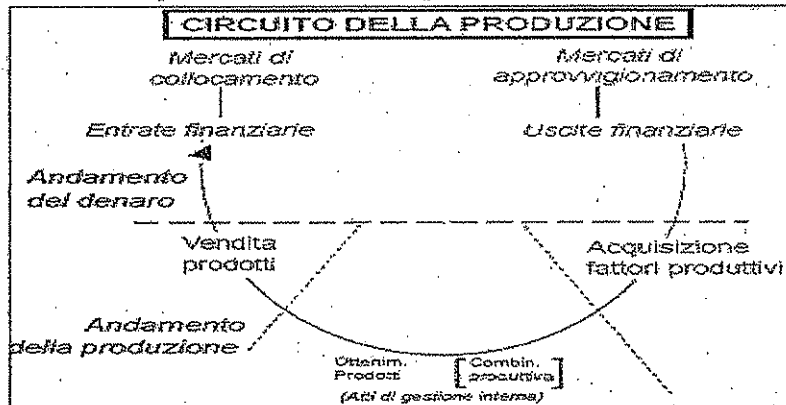
L'utile che scaturisce è dotato di un certo grado di soggettività legato al peso delle componenti soggettive e ciò non è un fattore positivo perché se nella determinazione dell'utile operano molti componenti non oggettivi, è necessario prestare maggiore attenzione nella valutazione dell'attendibilità.

* Capitalizzare un costo significa trasferirlo da C.E. (costo di competenza) a S.P. (costo pluriennale) sterilizzando l'incidenza dei costi sostenuti per produrre internamente un cespite materiale e/o immateriale (il costo del cespite graverà sul reddito di periodo).

attraverso la procedura di ammortamento).

Sotto il profilo tecnico, qualsiasi costo rinviato al futuro è un costo capitalizzato poiché lo si trasferisce all'attivo dello stato patrimoniale; dal punto di vista giuridico ci si riferisce ai costi che non vengono più "spesati" in conto economico (vengono sospesi), ma trasferiti tra le immobilizzazioni dello stato patrimoniale.

Nell'attività d'impresa, la produzione può essere destinata al mercato o all'interno; quella destinata al mercato si può suddividere nella parte riservata al magazzino e quella destinata alla vendita.



È utile fornire una rappresentazione grafica del circuito produttivo:

→ AFFINCHÉ I COSTI ED I RICAVI SIANO DESTINATI AL PERIODO DI COMPETENZA, IL CIRCUITO DELLA PRODUZIONE DEVE TERMINARE COMPLETANDO CON L'ATTO FINALE DI VENDITA (QUALIFERA)

1.1.1.2. C.E. a Ricavi e Costi del Venduto (CRV)

In questa struttura i costi e i ricavi vengono distinti in base al fatto che si riferiscano a componenti

| | |
|--|--|
| Consumi di materie - Costi dei servizi - Costi del lavoro - Ammortamenti - Accantonamenti - svalutazioni = Costi della produzione realizzata | RICAVI (SE A FINE DELLA PRODUZIONE NON ABBIANO RICAVI, CIOÈ LA COLONNA A DESTRA È VUOTA, QUESTO SIGNIFICA CHE LA PRODUZIONE È STATA DESTINATA ALL'INTERNO O AL MAGAZZINO, QUINDI LA PRODUZIONE NON È STATA DESTINATA AL MERCATO, ALL'ESTERNO, ALTAMENTE ALLIQUATO DEI RICAVI. AI FINI DELLA COMPETENZA QUESTI ELEMENTI (COSTI) NON SONO DA QUALIFICARE * |
| - Δ scorte di prodotti e semilavorati * - costi capitalizzati per lavori in economia = Costi della produzione venduta | |
| Reddito netto | |

VOCE CON LA MODALITÀ VOTO DI SOSPENSIONE

SONO I COSTI CHE HANNO RIGUARDO PER RICAVI (CUI LA PRODUZIONE È STATA DESTINATA AL MERCATO, ALL'ESTERNO).

per i quali il circuito di produzione-vendita è stato ultimato, nel senso che devono essere riferiti a elementi che hanno partecipato alla produzione nel corrente esercizio e i prodotti derivanti siano stati venduti, perciò costituiscono ricavi quelli derivanti da prodotti o simili effettivamente venduti e non soltanto realizzati (modello di reddito realizzato).

* Da segnalare che, la voce relativa alla variazione delle scorte di prodotti finiti e semilavorati (stesso ragionamento e calcolo va fatto per qualsiasi "variazione" anche non riguardante prodotti e simili), -Δ scorte di prodotti è dato della seguente differenza:

$$-\Delta \text{scorte} = - [\text{Rimanenze Finali (R.F.)} - \text{Rimanenze Iniziali (R.I.)}]$$

Il segno negativo è dovuto al fatto che questo elemento, come i costi capitalizzati in economia, non è un componente negativo ma positivo, pertanto viene portato a rettifica degli elementi negativi.

Pur non costituendo un costo, infatti, rappresentano un potenziale ricavo futuro non ancora incassato, per il quale il circuito produttivo è ancora in corso e quindi non configurabile come ricavo nella struttura ancorata al criterio "del venduto".

Si tratta, quindi, di componenti già realizzati ma che non hanno ancora prodotto il loro ricavo o non sono stati, appunto, venduti: i prodotti e semilavorati verranno venduti nell'esercizio successivo e i lavori interni sono completati solo in parte (es. commesse) e quindi anch'essi sono ricavi "sospesi".

L'effetto della variazione delle scorte, avendo il segno meno davanti, è opposto al risultato della differenza tra le rimanenze finali e quelle iniziali:

→ Se $R.F. > R.I.$ la differenza è positiva ($\Delta \text{scorte} > 0$): si è consumato qualcosa che non ha alimentato processo di vendita quindi non si aggiunge ai componenti negativi ma ne costituisce rettifica perché rappresenta costi sostenuti per i fattori produttivi e consumati nel processo produttivo giunto a termine, ma che non ha ancora alimentato una vendita (ricavo) e per questo, nella struttura "del venduto", viene messo nella parte opposta ai ricavi.

→ Se $R.F. < R.I.$ la differenza è negativa ($\Delta \text{scorte} < 0$): le vendite hanno superato la produzione tramite la vendita delle rimanenze iniziali prodotte in passato, ma che hanno alimentano il circuito di vendita nell'esercizio corrente, perciò i loro costi (R.I. in magazzino all'1/1 vendite nell'anno) vengono aggiunti ai consumi dei fattori produttivi dell'esercizio in corso.

1.1.1.3. C.E. a Valore e Costo della Produzione Realizzata (VPR)

| | |
|-------------------------------------|--|
| Consumi di materie | RICAVI - Δ scorte di prodotti e semilavorati + costi capitalizzati per lavori in economia L'AMMORTAMENTO IL VALORE DELLA PRODUZIONE REALIZZATA CON I COSTI DELLA PRODUZIONE REALIZZATA; È UN MODELLO ALTAMENTE SELETTIVO, CHE CONSIDERA L'INTELETTO ECONOMIA DEL CAPITALE. |
| + Costi dei servizi | |
| + Costi del lavoro | |
| + Ammortamenti | |
| + Accantonamenti | |
| + Svalutazioni | |
| = Costi della produzione realizzata | |
| Reddito netto | |

La colonna destra evidenzia il valore della produzione realizzata inteso come disponibilità a pagare di qualcuno, è composto di varie voci differenti in base all'utilizzo a cui sono destinate:

- **MERCATO:** Ricavi delle vendite e delle prestazioni (Rimanenze iniziali passive + Ricavi del periodo - Rimanenze finali passive)
- **MAGAZZINO:** Δ scorte di prodotti finiti, in corso di lavorazione e semilavorati (R.F. attive - R.I. attive),
- **USO INTERNO:** Costi capitalizzati sono incrementi di immobilizzazioni per lavori interni.

La struttura "a ricavi e costi del venduto" è migliore perché è più facile da leggere.

→ RAPPORTO TRA STRUTTURE ←

È possibile ottenere lo stesso valore del reddito se si utilizza la stessa logica di competenza rendendo le strutture in oggetto fungibili o sostituibili l'una con l'altra.

1. Si rinviano al futuro costi che alimentano giacenze di magazzino; dai costi della produzione realizzata si toglie la giacenza di magazzino, che corrisponde a $\Delta \text{scorte prodotti e semilavorati} = (R.F. - R.I.)$; se $R.I. > R.F.$ le Δscorte sono positive e ciò significa che ho venduto rimanenze del magazzino prodotte l'anno prima.

2. Consumo di materie: le variazioni di materie corrispondono ad Acquisti + Δ rimanenze di materie (R.F. - R.I.).

3. Togliamo dai costi della produzione realizzata i costi capitalizzati per lavori in economia: rappresentano costi sostenuti per l'acquisto di fattori consumati per realizzare dei cespiti che mi porteranno dei ricavi per future realizzazioni produttive (es. FFR o lavori su commessa); cespiti e FFR sono costruiti facendo leva su proprie capacità e competenze.

Riassumendo i tre punti non si fa altro che: spostare costi correlati a ricavi che non sono stati realizzati per la produzione, portandoli dalla parte dei ricavi ma con cambio di segno.

1.1.2. Conto Economico a Costi e Ricavi, forma "scalare"

La forma "scalare" del C.E. nasce soprattutto come rimedio ai difetti delle forme alternative, ossia la mancanza di esplicite totalizzazioni dei risultati parziali afferenti ogni area gestionale che, invece,

vengono forniti nella forma in oggetto, offrendo una suddivisione del conto economico in macroclassi coincidenti con le aree principali di gestione ed esplicitandone il risultato conseguito.

L'attività aziendale può essere suddivisa per aree gestionali in modo da determinare il contributo di ognuna alla formazione del reddito. Esistono due criteri, il primo scinde:

- **Gestione Ordinaria:** si divide a sua volta in
 - **Caratteristica:** inerente la gestione tipica o area operativa, è il motore dell'impresa, da dove si origina il reddito operativo, e tutte le attività riconducibili all'oggetto sociale;
 - **Accessoria:** riferita a gestioni complementari alla precedente, generate per eccedenza di liquidità (ad esempio investimenti di liquidità in immobili che generano una vera e propria attività di gestione immobiliare);
 - **Finanziaria:** per la copertura del fabbisogno finanziario dell'impresa;
 - **Imposte:** riguarda le SOLE imposte dirette (es. imposte sul reddito), ma NON quelle indirette.
- **Gestione Straordinaria:** attiene ad accadimenti economici di carattere eccezionale che traggono origine dalla gestione aziendale nelle altre aree (ad esempio minus/plusvalenze, sopravvenienze, insussistenze ecc.); in Italia è spesso esentasse perché le imposte sono sul reddito ordinario.

Nella struttura IAS/IFRS le minus/plusvalenze possono anche essere straordinarie (es. se da valutazione) e non vi è riferimento alla gestione ordinaria e straordinaria ma è presente una seconda suddivisione alternativa tra:

- **Gestione Caratteristica:** si riferisce alle attività dell'area OPERATIVA (TIPICA O CARATTERISTICA) che comprendono il complesso delle operazioni necessarie per l'attuazione della produzione (c.d. oggetto sociale) ed il suo collocamento sul mercato;
- **Gestione Extra-Caratteristica (o Extra-Operativa):**
 - **Accessoria:** si riferisce al complesso delle operazioni che non rientrano nel ciclo tipico di "acquisto-produzione-vendita" (riguarda il *business* non principale), ma che sono ad esso parallele o collaterali e possono divenire anche preponderanti sull'oggetto sociale. Comprende ricavi accessori ("altri ricavi" in C.E.) che non concorrono a formare il reddito operativo e di cui si dà informativa in bilancio e costi accessori difficilmente indicati in bilancio perché inglobati tra quelli della gestione caratteristica e concorrenti a determinare il reddito operativo anche se non dovrebbero. Comprende temporanee eccedenze di liquidità che possono essere investite nei seguenti ambiti:
 - **Gestione Patrimoniale:** spesso è inserita nell'area operativa se è difficile valutarne gli elementi positivi e negativi ed è rappresentata da investimenti in beni reali che fruttano elementi positivi di reddito (esempio: acquisto immobili);
 - **Gestione della Liquidità:** tratta investimenti finanziari (invece che reali) in titoli diretti a liberare liquidità e conseguire rendimenti (ad e. titoli a reddito fisso come obbligazioni);
 - **Gestione delle Partecipazioni:** di natura economica-industriale o finanziaria in senso stretto (presenti in immobilizzazioni e non nell'attivo circolante), possono produrre oneri e proventi come ad esempio i flussi di dividendi; possono anche avere natura non puramente finanziaria (non consolidate).(le ultime due gestioni fanno riferimento a investimenti finanziari che possono essere soggetti a svalutazioni o rivalutazioni con il metodo del patrimonio netto)
 - **Finanziaria:** misura l'impatto economico delle operazioni connesse alla copertura del fabbisogno finanziario generato dalle altre aree gestionali e può essere vista sotto due punti di vista:
 - **In senso STRETTO:** si riferisce al complesso delle attività di gestione volte a trovare i mezzi finanziari necessari allo svolgimento dell'attività operativa ed extra-operativa d'impresa, ricomprendendo oneri finanziari (interessi passivi) nell'ottica

COPRIRE IL
FABBISOGNO
FINANZIARIO
AZIENDALE

del reperimento delle risorse necessarie per la copertura del fabbisogno di finanziamento dell'attività e dell'impiego delle risorse eccedenti.

Permette di determinare l'entità del fabbisogno finanziario e quindi identificare le forme di copertura della gestione di liquidità, partecipazioni e area caratteristica, che si rivelino più idonee: interna (capitale di proprietà, autofinanziamento e sua parte disponibile sottoforma di cash flow) ed esterna (passività finanziarie onerose);

- *In senso AMPIO*: sono proventi e oneri finanziari che nascono da rivalutazioni/svalutazioni causate dall'applicazione dei principi al 31/12 e comprende la gestione dell'indebitamento derivante dalla copertura del fabbisogno finanziario e degli effetti derivanti dagli investimenti generati dalle operazioni di copertura e gestione dei rischi (di tasso d'interesse, di prezzo e di cambio), dalla cui analisi della strategia adottata dall'impresa si ricavano informazioni importanti, e da altre sotto-gestioni: *delle operazioni attive, delle partecipazioni, dei derivati* (riguarda tendenzialmente operazioni di copertura ma nulla vieta che abbiano fini speculativi), *dei cambi* (oltre ad operazioni di copertura alimentano il C.E. con attività di realizzo e valutazione che non hanno reali incassi/uscite come ad esempio gli oneri e proventi per valutazione al 31/12, trasformazione dei bilanci espressi in valuta estera ai fini del consolidato).

Quest'area può essere oggetto di operazioni di copertura (ad es. derivati) di maggiori costi o minori proventi derivanti dai contratti di fornitura di materie prime, rischi di cambio, interessi e prezzi [Esempio: compro a 100 qualcosa che poi potevo comprare a 90 e il derivato mi consente di avere 10]; può anche alimentare il C.E. con proventi e/o oneri da cambi o da realizzo di valutazione [Esempio: incasso un credito di 1000 dollari convertiti oggi, ma che alla fine dell'esercizio assumono maggior valore oppure nascono oneri e proventi dalla trasformazione in moneta di conto, dei bilanci espressi in moneta estera o attività e passività convertite al 31/12]].

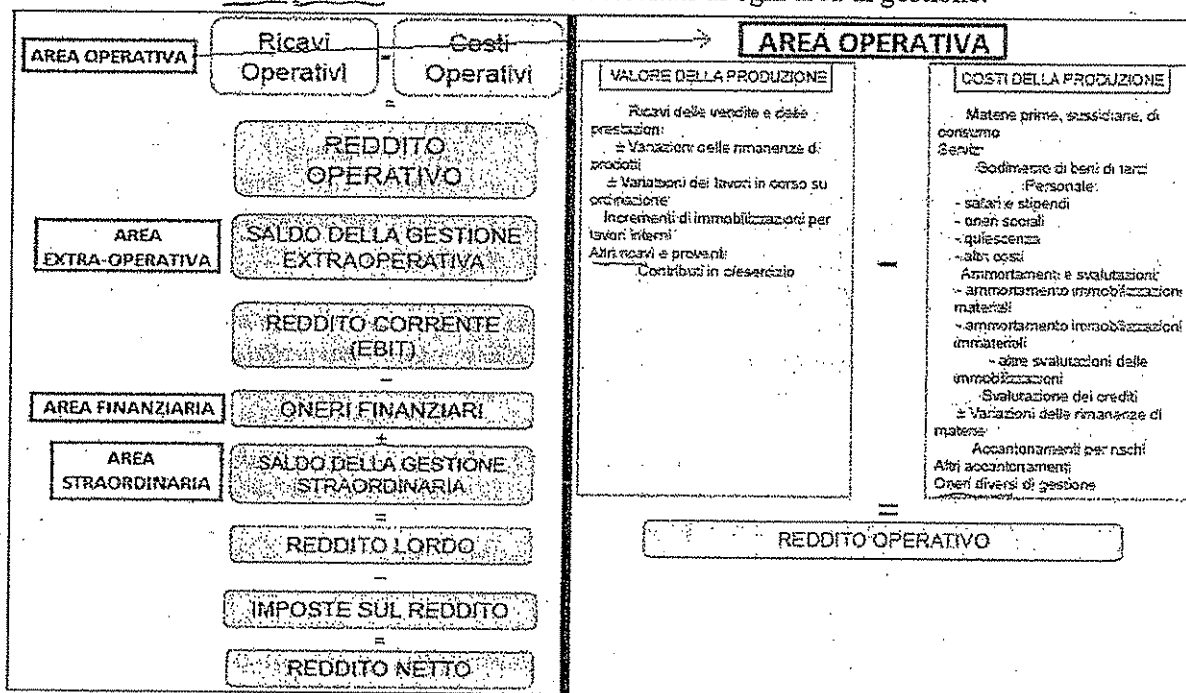
Straordinaria: si riferisce al riflesso economico di accadimenti eccezionali e non ricorrenti che sono estranei dalla quotidiana attività di impresa per vari motivi: - *per natura*, - *per dimensione*, - *per errori di attribuzione della competenza economica* (esempio: correzioni di errori contabili). Si tratta di:

- *Insussistenze dell'attivo e del passivo,*
 - *Minusvalenze e plusvalenze da alienazione,*
 - *Svalutazioni di immobilizzazioni ed avviamento* per perdite durevoli di valore (si ricorda che il c.c. (ex art. 2426) pone obbligo di svalutare le immobilizzazioni qualora si verificano perdite di valore maggiori del presumibile realizzo, ad esempio nuove tecnologie introdotte rendono obsoleti gli impianti pre-esistenti);
 - *Accantonamenti straordinari* (oneri per piani per esodi agevolati, auto-licenziamenti e prepensionamenti);
- **Imposte**: contiene l'incidenza delle imposte di competenza economica (Imposte correnti + Imposte differite - Imposte anticipate) che possono non coincidere con quelle pagate perché le imprese in perdita anticipano il pagamento per sfruttare l'imponibile futuro.

↳ NON SI INSERISCE AREA GESTIONE FISCALE, LE IMPOSTE INDIRETTE; NEL LOCO ECONOMICO SI INSERISCONO SOLO LE IMPOSTE DIRETTE.

ACCORPA TAGO LA
GESTIONE DELL'INDEBITAMENTO
RISULTO DERIVANTE DALLA
REALTÀ DEL FABBISOGNO
FINANZIARIO, QUANTO SA
EFFETTI DERIVANTI DALLA
GESTIONE DI OPERAZIONI
ATTIVE, DALLA
GESTIONE CAMBI, DALLA
GESTIONE PARTECIPAZIONI
DALLA GESTIONE
DEVIANTI
GESTIONE FINANZIAMENTI;
GESTIONE INVESTIMENTI;
GESTIONE CAMBI;
GESTIONE DEVIANTI

Partendo dalla suddivisione per aree gestionali si può calcolare il risultato d'esercizio attraverso la determinazione di totali parziali che identificano i risultati di ogni area di gestione:



La grandezza chiamata EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*) è un concetto associato al nostro concetto di reddito corrente (non esattamente coincidente col concetto di reddito operativo) e rappresenta il risultato aziendale prima degli oneri finanziari e delle imposte, utilizzato per ottenere il ROI.

$$\text{EBIT} = \text{Reddito operativo} + \text{risultati di gestione extraoperativa}$$

[Reddito Operativo = ricavi operativi - costi operativi]

Il soddisfacimento di ciascuna delle finalità conoscitive evidenziate richiede l'articolazione del contenuto del C.E. in varie strutture specifiche adeguate allo scopo; esistono differenti tipologie di strutture di conto economico a costi e ricavi che **analizzano la produttività e la redditività**:

1. a Ricavi e Costi del venduto: si concentra sul momento finale, quello della vendita, e classifica i costi per destinazione (analisi di redditività);
2. a Ricavi, Costi variabili e Margini di Contribuzione: viene utilizzato principalmente dagli analisti interni per analisi di efficienza interna ed elasticità strutturale (controlli di gestione e profittabilità di specifiche aree gestionali);
3. a Ricavi, Costi diretti e Margini di Contribuzione;
4. a Valore e Costi della Produzione Realizzata (si concentra sulla produzione effettuata nel corso dell'anno);
5. a Valore della produzione e Valore Aggiunto: classificazione dei costi in base alla natura dei fattori produttivi a cui si riferiscono (analisi di produttività d'impresa, rendimenti più o meno elevati dei fattori);
6. a Valore della produzione e Margine Operativo Lordo (MOL).

Per quanto concerne l'attività dell'impresa, la produzione può essere destinata all'esterno o all'interno, di cui quella "esterna" è destinata al mercato e può essere sottoposta a vendita o tenuta in magazzino in attesa della vendita.

1.1.2.1. C.E. a Ricavi e Costi del Venduto (CRV)

E' una struttura basata sulla riclassificazione dei componenti positivi e negativi "per aree di gestione" in cui l'attività è suddivisa, per evidenziare il contributo di ognuna al reddito d'esercizio.

• *Risultato della Gestione Straordinaria*: proventi e oneri di natura straordinaria o derivanti da movimentazioni del capitale.

• *Imposte sul reddito ordinario*: si intendono imposte dirette come IRES e IRAP mentre le "imposte su reddito straordinario" sono molto esigue e trascurabili.

Occorre fare *un'analisi orizzontale* (variazione percentuale da un esercizio all'altro) e *verticale* (incidenza percentuale delle voci rispetto a una posta pari a 100 come riferimento) dei valori di bilancio e, attraverso il raffronto tra le variabili, ottenere indici necessari per confrontare i risultati dell'azienda nel tempo o tra aziende nello spazio (esempio: indice di efficienza mostra quanto e come si spende in un anno 100€ di fatturato oppure il ROS sintetizza l'efficienza sui mercati e quella produttiva).

L'analisi per parti aiuta ad articolare i dati di C.E. in modo da comprendere l'evoluzione del sistema complessivo partendo dall'evidenza dei vari risultati parziali per arrivare al risultato finale: si parte dai risultati della funzione di produzione relativi all'area della *gestione caratteristica (UTILE OPERATIVO)* e ad essi si uniscono quelli della *gestione extra-caratteristica*; la somma dei parziali delle gestioni caratteristica, finanziaria ed accessoria formano la *gestione ordinaria* ed hanno come risultato parziale il REDDITO ORDINARIO.

Analizzando la **capacità informativa** si individua una serie di indici improntati soprattutto ad un'analisi degli andamenti temporali:

a) *Relazioni tra andamento della gestione caratteristica e redditività netta*: esiste un rapporto diretto in base al quale, a parità di condizioni, al variare della redditività della gestione caratteristica varia in proporzione anche la gestione caratteristica, si individuano:

i. $ROI = \text{Reddito} / \text{Attività Operativa}$;

ii. *Tasso di redditività delle vendite*: è un indice sintetico di efficienza dell'impresa nello sviluppo dei processi operativi e permette di individuare gli elementi da cui deriva l'altezza del reddito. Riporta al numeratore un dato di efficienza produttiva (1. costo del venduto, 2. spese di vendita, 3. spese amministrative) e al denominatore una misura della capacità competitiva dell'impresa sul mercato che dipende da vari fattori (evoluzione delle vendite nel tempo, tasso d'incidenza delle perdite su crediti, tasso di rotazione delle scorte, dei crediti e delle immobilizzazioni).

In formula: $\text{Costi } 1, 2, 3 / \text{Ricavi}$.

b) *Struttura dei finanziamenti sulla redditività netta*.

c) *Influenza dei risultati delle gestioni (accessoria, finanziaria, straordinaria, imposte) sulla redditività netta*.

Classificando i componenti "per materia", ossia in base alla tipologia di fattore produttivo; può essere esplicitato il dettaglio della voce "**B) Costo Complessivo della Produzione Venduta**" nelle singole voci che lo compongono:

| | Importi | % | var. % |
|--|---------|-----|--------|
| RICAVI NETTI Ricavi operativi Rettifiche per: tesi su vendite e abbonamenti passivi | | 100 | |
| COSTO COMPLESSIVO DELLA PRODUZIONE VENDUTA | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> * Consumi di materie - immateriali - materiali - immateriali finali * Costi del lavoro * Costi dei servizi * Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni | | | |
| COSTO COMPLESSIVO DELLA PRODUZIONE REALIZZATA ** | | 100 | |
| <ul style="list-style-type: none"> - A scorte di prodotti e di semilavorati - costi capitalizzati per lavori in corso | | | |
| UTILE OPERATIVO | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> - oneri finanziari + proventi finanziari +/- risultato delle gestioni accessorie | | | |
| UTILE ORDINARIO LORDO | | | |
| - Imposte sul reddito ordinario | | | |
| UTILE ORDINARIO | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> - risultato delle gestioni straordinarie - imposte sul reddito straordinario | | | |
| UTILE NETTO DI ESERCIZIO | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • destinato a dividendo • destinato a riserva | | | |

- Consumi di materie,
- Costo del lavoro,
- Costo dei servizi,
- Ammortamenti di immobilizzazioni materiali e immateriali,
- Svalutazioni (di crediti),
- Accantonamenti tipici (es. per interventi di garanzia o contenziosi civili e/o fiscali).

La somma di queste voci costituisce il **costo della produzione realizzata** a cui (IMPORTANTE!) si sottraggono la variazione delle scorte e i costi capitalizzati (sono quei costi già sostenuti per la realizzazione di prodotti e semilavorati il cui ciclo produttivo si è concluso senza che venissero anche venduti e quindi non includibili come ricavi "del venduto" e portati a rettifica dei costi) per ottenere il **costo complessivo della produzione venduta**. C'è da evidenziare che, soprattutto negli IAS/IFRS, non è presente la differenza tra "costo del venduto" e "costo della produzione realizzata" perché il *delta-scorte ed i costi capitalizzati sono già*

scorporati e portati direttamente in deduzione delle singole componenti negative o positive che compongono il costo della produzione venduta (es. gli acquisti di materie sono intesi già come consumi per il venduto e non per il realizzato, in quanto le scorte sono state già dedotte).

Di conseguenza, non sempre nel conto economico IAS/IFRS vengono esplicitate le variazioni delle scorte e i costi capitalizzati, poiché i relativi valori sono portati del costo della produzione realizzata e quindi il costo della produzione realizzata è già costo del venduto per come viene calcolato.

** Talvolta si può anche calcolare l'incidenza percentuale delle varie voci di costo rispetto al costo della produzione realizzata, ponendo quest'ultima pari a 100, per valutare il peso di ogni singolo componente negativo sul totale dei costi.

Un criterio diverso è quello "per funzione", la differenza sta nel fatto che si riclassificano i dati

| | Importi | % | Var. % |
|--|---------|-----|--------|
| A) RICAVI NETTI | | 100 | |
| B) COSTO PIENO INDUSTRIALE | | | |
| UTILE LORDO INDUSTRIALE | | | |
| COSTO PIENO DI AMMINISTRAZIONE | | | |
| COSTO PIENO DI DISTRIBUZIONE | | | |
| SPESA PER RICERCA E SVILUPPO | | | |
| UTILE OPERATIVO | | | |
| - proventi finanziari | | | |
| - oneri finanziari | | | |
| +/- risultato delle gestioni accessorie | | | |
| UTILE ORDINARIO LORDO | | | |
| - imposte sul reddito ordinario | | | |
| UTILE ORDINARIO | | | |
| - risultato della gestione straordinaria | | | |
| - imposte sul reddito straordinario | | | |
| UTILE NETTO DI ESERCIZIO | | | |
| - destinato a dividendo | | | |
| - destinato a riserva | | | |

della gestione caratteristica a seconda dell'area funzionale di appartenenza o della destinazione (per attività omogenee) in base a come si svolge il processo produttivo.

Finalità: classificare le componenti non per materia ma "per destinazione" individuando l'area funzionale e non gestionale.

Si possono individuare 4 aree funzionali: industriale, amministrativa, distributiva, ricerca&sviluppo in base ad aggregazione di attività omogenee.

Difetti e mancanze: non permette di calcolare indici di efficienza economica che misurano quanto i ricavi impattano con le singole categorie di costo.

Nel modello IAS/IFRS le spese per Ricerca e Sviluppo impattano quasi tutte in C.E. e solo alcune vengono capitalizzate perché non esiste un legame "oggettivo e diretto" tra spesa e ricavi.

Le spese per R&S sono, infatti, investimenti per potenziali ricavi ed impattano in misura limitata nello S.P. perché solo alcune di esse

vengono capitalizzate secondo i principi IAS che hanno voluto porre un freno alla capitalizzazione di tali spese richiedendo un collegamento diretto tra costo e ricavo.

A questo punto si possono scomporre le tre tipologie di costo pieno (industriale, di produzione e di amministrazione) evidenziandone le varie componenti nel loro dettaglio:

| Dettaglio costo pieno industriale | | Dettaglio costo pieno di amministrazione | | Dettaglio costo pieno di distribuzione | |
|---|-----|--|--|--|--|
| Consumi di materie | | Consumi di materie | | Consumi di materie | |
| Acquisti | | Acquisti | | Acquisti | |
| -A scorte materie | | -A scorte materie | | -A scorte materie | |
| 1) Totale | | 1) Totale | | 1) Totale | |
| Costi del lavoro industriale: | | Costi del lavoro amministrativo: | | Costi del lavoro commerciale: | |
| a)..... | | a)..... | | a)..... | |
| b)..... | | b)..... | | b)..... | |
| c)..... | | c)..... | | c)..... | |
| 2) Totale | | 2) Totale | | 2) Totale | |
| Costi dei servizi industriali | | Costi dei servizi generali | | Costi dei servizi di vendita | |
| a)..... | | a)..... | | a)..... | |
| b)..... | | b)..... | | b)..... | |
| c)..... | | c)..... | | c)..... | |
| 3) Totale | | 3) Totale | | 3) Totale | |
| Ammortamenti industriali | | Ammortamenti area ammin.va | | Ammortamenti area vendite | |
| a)..... | | a)..... | | a)..... | |
| b)..... | | b)..... | | b)..... | |
| c)..... | | c)..... | | c)..... | |
| 4) Totale | | 4) Totale | | 4) Totale | |
| 5) Costo complessivo prod. realizzata | 100 | COSTO PIENO DI AMMINISTRAZIONE | | COSTO PIENO DI DISTRIBUZIONE | |
| - A scorte prod. e semilav. | | | | | |
| - costi capitalizzati | | | | | |
| COSTO PIENO INDUSTRIALE DELLA PRODUZIONE VENDUTA | | | | | |

1.1.2.2. C. E. a Ricavi, Costi Variabili e Margine di Contribuzione

Tale struttura si basa sulla distinzione tra costi fissi generali di periodo (che non vengono riferiti ai singoli prodotti, ma all'azienda nel suo complesso) e costi variabili (CV) suddivisi in:

| | Prod. A | | Prod. B | | Tot. | |
|---|---------|------|---------|------|------|------|
| | Tot. | Var. | Tot. | Var. | Tot. | Var. |
| Ricavi netti di vendita | | | | | | |
| Costo primo variabile del venduto | | | | | | |
| • costi diretti delle materie | | | | | | |
| • costi diretti del lavoro | | | | | | |
| • costi diretti dei servizi | | | | | | |
| Costo primo variabile di distribuzione | | | | | | |
| • costi diretti delle materie | | | | | | |
| • costi diretti del lavoro | | | | | | |
| • costi diretti dei servizi | | | | | | |
| Margine Lordo di Contribuzione | | | | | | |
| Costo indiretti variabili | | | | | | |
| Industriali | | | | | | |
| Commerciali | | | | | | |
| Diversi | | | | | | |
| Margine Netto di Contribuzione | | | | | | |
| Costi fissi di periodo | | | | | | |
| Industriali | | | | | | |
| Commerciali | | | | | | |
| Amministrativi | | | | | | |
| UTILE OPERATIVO | | | | | | |

- Diretti: costi oggettivamente e direttamente attribuibili ad un prodotto che implicano nel calcolo una rilevanza economicamente conveniente,

- Indiretti: costi la cui attribuzione ad uno specifico fattore risulta impossibile o troppo costosa.

- Tale distinzione si basa sul rapporto dinamico che si instaura tra produzione e fattori produttivi con relativi costi, diverso da momento a momento: alcuni fattori e i loro costi sono più sensibili ad una variazione della produzione ed altri meno (se all'aumento della produzione il fattore ha una capacità produttiva sufficiente a sostenere i nuovi impieghi, non sarà necessario il suo aumento e verrà ritenuto fattore costante o fisso).

Osservazioni sulla struttura: dalla differenza tra ricavi netti di vendita e costi variabili del venduto e di distribuzione si ottiene una prima variabile importante: il Margine Lordo di Contribuzione, definito "lordo" in quanto non considera i costi indiretti; sottraendo questi ultimi si ottiene il Margine Netto di Contribuzione che *e va a copertura dei costi fissi*.

Il margine di contribuzione è il risultato economico parziale che può essere riferito a singole produzioni aziendali e/o a loro aggregati:

- margine perché è un risultato parziale e non finale in quanto nel suo calcolo non vengono presi in considerazione tutti i costi e ricavi dell'impresa, ma solo una parte di essi;

- di contribuzione sta a ricordare che tale risultato, insieme a quelli derivati dalle altre gestioni, "contribuisce" alla copertura di altri costi aziendali, ad esempio fissi, prima di fornire il risultato netto (se riferito ad una linea di prodotti, area geografica o segmento di clientela permette di capire come contribuisce ciascuna area al risultato operativo totale).

Mentre la struttura di C.E. a ricavi e costi del venduto si focalizza sull'efficienza delle aree funzionali, quella a margine di contribuzione, grazie alla definizione dei vari margini di contribuzione, evidenzia la redditività dei prodotti e il loro contributo alla formazione del risultato globale.

Finalità di tale struttura è quello del controllo di gestione, infatti, viene utilizzata dal controller piuttosto che dall'analista, per verificare il grado di raggiungimento degli obiettivi, misurare la capacità di assorbimento dei costi fissi e per prendere decisioni sui piani di sviluppo dell'impresa, che è un'attività tipicamente di programmazione aziendale (redigere il budget).

LA DISTINZIONE TRA COSTI FISSI E VARIABILI È UTILIZZATA QUANDO FACCIAMO LA PROGRAMMAZIONE.

1.1.2.3. C. E. a Ricavi, Costi Diretti e Margine di Contribuzione

| | Prod. A | | Prod. B | | Tot. | |
|---|---------|------|---------|------|------|------|
| | Dir. | Tot. | Dir. | Tot. | Dir. | Tot. |
| Ricavi netti di vendita | | | | | | |
| Costo primo variabile del venduto | | | | | | |
| • costi diretti delle materie | | | | | | |
| • costi diretti del lavoro | | | | | | |
| • costi diretti dei servizi | | | | | | |
| Costo primo variabile di distribuzione | | | | | | |
| • costi diretti delle materie | | | | | | |
| • costi diretti del lavoro | | | | | | |
| • costi diretti dei servizi | | | | | | |
| Costo Fissi diretti | | | | | | |
| Industriali | | | | | | |
| Commerciali | | | | | | |
| Dirersi | | | | | | |
| Margine Netto di Contribuzione alla copertura dei costi comuni | | | | | | |
| Costi comuni di periodo | | | | | | |
| Industriali | | | | | | |
| Commerciali | | | | | | |
| Amministrativi | | | | | | |
| UTILE OPERATIVO | | | | | | |

Tale struttura si basa sulla seguente **distinzione tra:**

- **costi diretti:** attribuiti oggettivamente e direttamente ad un prodotto o a singole aree;

- **costi comuni:** sostenuti per più aree produttive o che fanno riferimento all'intera azienda.

Viene utilizzata per il controllo di gestione *ex post* e misura la performance dei centri di responsabilità.

LA DISTINZIONE TRA COSTI COMUNI E DIRETTI È UTILIZZATA EX POST PER UNA FINALITÀ ORIENTATA AL CONTROLLO DI GESTIONE

1.1.2.4. C. E. a Valore e Costi della Produzione Realizzata (struttura prevista dal codice civile ex art. 2425)

| | Importi | % | Var. % |
|---|---------|-----|--------|
| VALORE DELLA PRODUZIONE REALIZZATA | | 100 | |
| RICAVI NETTI: | | | |
| Ricavi operativi | | | |
| Rettifiche per: costi in vendita | | | |
| - abbuoni passivi | | | |
| + A scorte di prodotti | | | |
| + A scorte di semilavorati | | | |
| + costi capitalizzati per lavori interni | | | |
| COSTO COMPLESSIVO DELLA PRODUZIONE REALIZZATA: | | | |
| • Consumi di materie | | | |
| - rimanenze iniziali | | | |
| - acquisti | | | |
| - rimanenze finali | | | |
| • Costi del lavoro | | | |
| • Costi dei servizi | | | |
| • Ammortamenti | | | |
| UTILE OPERATIVO | | | |
| - oneri finanziari | | | |
| + proventi finanziari | | | |
| + risultato delle gestioni accessorie | | | |
| UTILE ORDINARIO LORDO | | | |
| - Imposte sul reddito ordinario | | | |
| UTILE ORDINARIO | | | |
| - risultato delle gestioni straordinarie | | | |
| + imposte sul reddito straordinario | | | |
| UTILE NETTO DI ESERCIZIO | | | |

LA VOCE ANTICIPI
INTERNI COMPENSA
E ANCHE GLI
ACCANTONAMENTI
C LE SULL'OPERAZIONI

Si tratta di una struttura che fa uso del **modello del reddito maturato** (tipicamente anglosassone) e che considera come **reddito** quello che si forma nel processo produttivo in se quando vengono sostenuti i costi prescindendo dal fatto che ci sia già stata la vendita o meno.

In pratica vengono **anticipati utili** solo **attesi** che sono incorporati nel valore di presumibile realizzo dei prodotti scaturiti dalle valutazioni del magazzino (anche le perdite attese vengono anticipate).

Non si applicano quindi **né la convenzione del minor costo né il principio della prudenza** che prevede di rilevare i ricavi solo se realizzati e le perdite anche se non realizzate ma solo ipotetiche o presunte.

Si applica il concetto di **fair value**: è il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in

un'operazione fra terzi; è il valore corrente che coincide con il valore di scambio sul mercato.

** La particolarità di questa struttura rispetto a quelle "del venduto": si caratterizza per il fatto che la variazione delle scorte di prodotti e di semilavorati e i costi capitalizzati per lavori interni si trovano con segno positivo nel valore della produzione realizzata.

Quindi, l'utile netto d'esercizio non cambia rispetto alla struttura "a ricavi e costi del venduto" in quanto si tratta di un mero gioco algebrico legato alla valenza attribuita al valore delle rimanenze di magazzino (Δscorte e costi capitalizzati).

Le scorte vengono calcolate come "**variazione**" = **Rimanenze Finali - Rimanenze Iniziali**: essa è **positiva (>0)** quando $RF > RI$, ma è **negativa (<0)** se $RF < RI$ perché viene venduto ciò che era in magazzino (prodotto in precedenza) e che paradossalmente si comporta come un costo dell'anno in corso.

In questa struttura, le variazioni in aumento delle scorte e dei costi capitalizzati incrementano il valore della produzione realizzata mentre le variazioni negative provocano un decremento complessivo; gli incrementi possono avere differenti origini: aumentano i ricavi e/o le scorte per effetto di politiche aggressive di mercato o perché non si riesce a vendere?

E' una struttura soggetta a normalizzazione, ossia che non prende in considerazione fino alla fine i risultati della gestione straordinaria permettendo di esplicitare l'utile ordinario.

I principi contabili internazionali (IAS-IFRS) si posizionano a metà tra i due modelli di reddito (realizzato e maturato) perché:

- Per i processi materiali (reali) di acquisto trasformazione e vendita prodotti finiti si usa il modello del reddito realizzato;
- Per i processi finanziari (es. investimenti) o acquisti di terreni, fabbricati e attività immateriali si usa un modello di reddito maturato, infatti, vengono valutati al fair value.

1.1.2.5. C. E. a Valore della produzione e valore aggiunto → PRODUTTIVITÀ ECONOMICA (ECONOMICITÀ) → CAUSE DELLA REDDITIVITÀ

| | Importi | % | Var. % |
|---|---------|-----|--------|
| VALORE DELLA PRODUZIONE REALIZZATA | | 100 | |
| RICAVI NETTI DERIVANTI DALLA GESTIONE ORDINARIA: | | | |
| Ricavi operativi ed extra operativi | | | |
| Rettifiche per: resti su vendite e abbuoni passivi | | | |
| + Δ scorte di prodotti | | | |
| + Δ scorte di semilavorati | | | |
| + costi capitalizzati per lavori interni | | | |
| Consumi di materie | | | |
| rimanenze iniziali | | | |
| + acquisti | | | |
| - rimanenze finali | | | |
| Costi dei servizi (escluso lavoro ed interessi) | | | |
| VALORE AGGIUNTO LORDO | | | |
| Ammortamenti | | | |
| Storazioni | | | |
| Accantonamenti | | | |
| VALORE AGGIUNTO NETTO | | XX | |
| | | 100 | |
| Risultato gestione ordinaria | | | |
| Risultato gestione straordinaria | | | |

Con questa struttura si vuole studiare l'impresa su un doppio livello: le condizioni di **economicità**, intesa come **produttività economica dell'impresa** che è condizione di **durevole esistenza** intesa come capacità di creazione e distribuzione del valore e **le cause della redditività aziendale**.

Il concetto di produttività economica (o economicità) e quello di reddito (strumentale ad essa) non vanno confusi, la presente struttura ha la caratteristica informativa di accertare e analizzare la capacità dell'impresa di assolvere le due funzioni fondamentali: "**creare valore**" producendo ricchezza e "**distribuire quel valore**" ai fattori che hanno concorso a produrlo, due cose che non sempre vanno nella stessa direzione ed occorre ragionarci su.

Un alto reddito in se, infatti, vuol dire solo che si hanno buone potenzialità di creare valore e distribuirlo

adeguatamente, ma non garantisce che la distribuzione sia corretta ed equa (es.: può darsi che il reddito elevato derivi dal risparmio di costi per lavoratori sottopagati o evasione delle imposte).

[Esempio: se l'oggetto dell'impresa consiste nella realizzazione di beni e servizi atti a soddisfare indirettamente i bisogni della collettività, le operazioni necessarie devono essere sviluppate con economicità in modo da remunerare congiuntamente tutti i fattori produttivi utilizzati legandoli stabilmente all'economia dell'impresa per godere della durabilità del reddito nel tempo.

La remunerazione dei vari fattori produttivi è strumentale a quella del soggetto economico esprimibile in termini di adeguato tasso di redditività del capitale netto; la congruità di esso andrà valutata in relazione alle motivazioni che hanno spinto il soggetto economico a costituire e gestire l'impresa (l'obiettivo reddituale può essere la massimizzazione del profitto o la minimizzazione delle perdite come avviene nelle imprese pubbliche).]

Per fare un'analisi corretta bisogna prima "normalizzare" (*adjust*) i valori ragionando come se non esistesse la gestione straordinaria perché, includere anche gli accadimenti straordinari (positivi e non) nelle valutazioni sulla capacità di creare e distribuire valore, può portare l'analista a conclusioni errate.

Per questo tipo di analisi occorre conoscere alcune variabili: la prima è il c.d. valore aggiunto definito come *indicatore della "nuova ricchezza", come parte del prodotto di esercizio che, dopo aver coperto i costi relativi ai fattori produttivi esterni acquisiti per la produzione* (es. materie prime), *serve per la copertura dei costi dei fattori produttivi interni* (personale dipendente, quote di ammortamento e accantonamenti) *e dei successivi oneri delle altre aree di gestione.*

Si tratta di una grandezza legata alle condizioni di economicità intesa come produttività economica e ricollegabile alla definizione di PIL di un paese calcolato come somma dei valori aggiunti prodotti dalle unità istituzionali. Altre variabili da osservare sono:

- "valore della produzione realizzata": si intende tutto il valore prodotto dall'impresa, afferente a qualsiasi area gestionale;

- "consumi di materie e costo dei servizi": sono quei consumi che devono essere immediatamente ricostituiti per garantire continuità al ciclo produttivo (non rientrano il lavoro e gli interessi che, partecipando con la loro opera alla creazione della ricchezza, hanno un costo sotto forma di remunerazione);

- per ottenere il "valore aggiunto lordo" è necessario sottrarre al valore della produzione realizzata tutto ciò che è stato consumato per generarla escludendo lavoro ed interessi che non costituiscono consumo di fattori, ma costi sotto forma di remunerazioni di soggetti interessati all'azienda come i lavoratori e i finanziatori dai mercati finanziari.

Il valore aggiunto lordo è più significativo di quello netto poiché non risente di politiche di bilancio relative ad elementi "molto soggettivi" che vengono consumati ma si dovranno ricostituire in seguito perciò non assorbono valore durante l'esercizio ma in futuro: gli ammortamenti quando completeranno il ciclo di vita, gli accantonamenti e le svalutazioni quando si verificheranno effettivamente l'evento rischioso o le perdite presunte).

- Per ottenere il "valore aggiunto netto" si sottrae a quello lordo tutto ciò che è stato consumato per la produzione; il VAN è tutto il valore creato nel corso dell'esercizio composto di due parti: una assorbita durante l'anno per reintegrare le materie prime e i fattori consumati ed un'altra che lo sarà in futuro.

"XX" sta a significare che da quel punto deve iniziare una doppia percentualizzazione dove il VAN viene fatto pari a 100 e, se posto in rapporto con le quote di remunerazione, da la capacità di creare valore da parte dell'impresa.

Il valore aggiunto netto viene distribuito tra i soggetti partecipanti alla produzione:

- o Remunerazione del lavoro: dipendente (compreso il top management) e direzionale (è un costo opportunità, ossia il salario a cui l'imprenditore rinuncia per lavorare nell'impresa);
- o Remunerazione del capitale: acquisito a qualsiasi titolo (prestito o proprietà), vi rientrano anche gli interessi/dividendi sul capitale di proprietà che rappresentano il costo opportunità dell'investimento in azienda perché sarebbero stati ottenuti investendo il proprio capitale in attività alternative con lo stesso grado di rischio invece che in impresa;

- o Remunerazione dello Stato: avviene sotto forma di imposte sul reddito (IRES e IRAP), mentre le imposte indirette devono essere allocate nei consumi di materie e nei costi di servizi ed, infine, le imposte sostitutive possono essere scorporate e inserite nella gestione straordinaria solo se si riferiscono univocamente ad essa;
- o Remunerazione dell'imprenditore: è detta Residuo Economico (o Profitto) essendo ciò che residua dopo avere distribuito il valore aggiunto netto agli altri soggetti interessati ed è destinato a remunerare la funzione imprenditoriale: $Residuo Economico = Valore Aggiunto Netto - Remunerazione del capitale, del lavoro e dello Stato$; a volte può essere negativo se le strategie hanno distrutto valore invece che crearne.

Vale la seguente uguaglianza:

$$V.A.N. = \text{somma delle remunerazioni dei fattori produttivi}$$

Riassumendo: lo sviluppo di tali analisi nel tempo permette di analizzare l'evoluzione delle capacità dell'impresa di produrre valore economico e remunerare congruamente i suoi fattori produttivi tramite assorbimento del valore aggiunto. QUINDI AMMIRARE COME SI USA IL VALORE E COME SI DISTRIBUISCE IL VALORE

1.1.2.6. C.E. a Valore della Produzione e Margine Operativo Lordo (M.O.L.)

E' il connubio di tutte le strutture di C.E., di cui permette di calcolare informazioni approssimative ma senza approfondimenti, più precisamente costituisce una via di mezzo tra la struttura a valore e costo della produzione realizzata e quella a ricavi e costo del venduto di cui è considerata alternativa perché si pone l'obiettivo di indagare la redditività per aree gestionali.

Eredita, infatti, caratteristiche di entrambe: evidenzia la gestione caratteristica separandola dalla non caratteristica e riporta risultati parziali come MOL previa deduzione del costo del lavoro, utile lordo al netto dei costi calcolati e reddito operativo (tipico della struttura "del venduto"); permette di calcolare il valore della produzione e il valore aggiunto (tipico della struttura "della produzione realizzata").

La negatività è che impedisce un approfondimento e lo studio della ripartizione della ricchezza tra i fattori che hanno contribuito a produrla.

Finalità: consente di effettuare un'analisi completa sotto molteplici aspetti:

- evidenziare le cause della redditività aziendale per aree di gestione, ossia la graduale e progressiva formazione del reddito (utile operativo e utile netto d'esercizio) e la capacità d'impresa di produrre nuova ricchezza partendo dalla contrapposizione tra fattori interni ed esterni per evidenziare un nuovo aggregato intermedio (M.O.L.) contribuendo al reddito nazionale;
- misurare il contributo e l'assorbimento del reddito da parte delle aree di gestione (finanziaria, patrimoniale di tipo accessorio, straordinaria, delle imposte);
- fornire informazioni sul valore aggiunto lordo, ma non netto (che non viene calcolato), dando indicazioni sulla capacità di creare valore senza evidenziare nulla sulla sua distribuzione (capacità di remunerare congruamente il capitale, il lavoro e l'imprenditore), non permettendo di analizzare il "grado di assorbimento del V.A." da parte dei fattori produttivi;
- analizzare la dinamica finanziaria in termini di autofinanziamento non solo dell'area caratteristica.

Distingue tra FFS e FFR favorendo il calcolo del CCN di origine interna ed ha una differenza rispetto alla struttura CRV: contiene una rielaborazione del contenuto analitico finalizzata ad esplicitare dei particolari aggregati informativi intermedi e si distingue per la classificazione dei fattori produttivi in due blocchi coi relativi costi in due macro-categorie, che è fondamentale distinguere ai fini della comprensione del grado di rigidità della gestione:

a) Fattori pre-esistenti: acquisiti prima del ciclo produttivo corrente, già presenti e per questo

↓ considerati come fattori "interni"

→ generano costi "interni" proprio perché relativi a fattori precostituiti, pre-esistenti o già disponibili all'avvio della combinazione produttiva e rappresentati solitamente da costi fissi o non variabili al variare del volume produttivo; possono avere un uscita finanziaria (es. quote di ammortamento FFR) oppure no (es. costo del personale);

ATTENZIONE! Materiale coperto da copyright ©, ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale ai sensi della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633).

ACQUISITI PRIMA
DELLA PRODUZIONE;
SONO CONSIDERATI

FATTORI INTERNI
CHE LEGA

UNO DEI

571 INTERNI

SONO CONSIDERATI FATTORI ESTERNI CHE GERANNO DEI COSTI ESTERNI (MATERIE, SERVIZI...)

b) **Fattori contestuali:** acquisiti durante la produzione nel ciclo produttivo corrente e considerati come fattori "esterni"

→ generano **costi "esterni"** sono sostenuti a mano a mano che l'attività va avanti per acquisire i fattori di produzione necessari e solitamente sono costi **variabili** (materie prime, servizi ecc.).

Dalla distinzione tra costi interni ed esterni si verifica il **grado di rigidità/elasticità della gestione:**

a) **rigidità:** con una struttura costituita in gran parte da fattori precostituiti si ha una **gestione più rigida**, cioè non si ha spazio di manovra per aumentare il profitto e il reddito operativo e l'unica possibilità per farlo è l'esecuzione di operazioni volte a ridurre i costi fissi, ristrutturando l'azienda;

b) **elasticità:** una prevalenza o un maggior peso dei costi esterni rende la gestione più elastica perché prevalgono i costi variabili che sono più semplici da manovrare o ridurre.

| | Importi % | Var. % |
|--|-----------|--------|
| VALORE DELLA PRODUZIONE REALIZZATA (OPERATIVO) | 100 | |
| RICAVI NETTI: Ricavi operativi Rettifiche per: scesi su vendite e abboni passivi + A scorte di prodotti (R.F. - R.L.) + A scorte di semilavorati + CON UTILIMENTI | | |
| Consumi di materie rimanenze iniziali + acquisti - rimanenze finali Costi dei servizi (escluso lavoro ed interessi) | | |
| VALORE AGGIUNTO LORDO | | |
| - Costi del lavoro | | |
| MARGINE OPERATIVO LORDO | | |
| - Impostazioni - Contribuzioni + Rettifiche straordinarie | | |
| UTILE OPERATIVO | | |
| - oneri finanziari + proventi finanziari + risultato della gestione occasionale | | |
| UTILE ORDINARIO LORDO | | |
| - Imposte sul reddito ordinario | | |
| UTILE ORDINARIO | | |
| - risultato della gestione straordinaria + Imposte sul reddito straordinario | | |
| UTILE NETTO DI ESERCIZIO | | |
| • destinato a dividendo • destinato a riserva | | |

Una struttura particolarmente rigida è pesante in periodi di recessione economica e si rivela essere inadeguata e non in grado di sopportare diseconomie di scala innescate da una riduzione delle vendite.

Vediamo questa struttura più da vicino.

Il **valore della produzione realizzata** comprende essenzialmente i ricavi netti di vendita che rappresentano il valore dei benefici e servizi ceduti a terzi e comprende anche una serie di rettifiche di "valore" creato e non ceduto e che nascono da processi di calcolo e di competenza economica per costi sospesi e/o rinviati al futuro.

I **consumi di fattori esterni (materie e servizi)** sono i costi che incidono sul VPR e sono dovuti ai fattori produttivi acquisiti contestualmente al ciclo produttivo, ad esclusione del lavoro (costo interno) e degli interessi (della gestione finanziaria) considerati come prezzo-costi pagato per un servizio ricevuto e non più come remunerazione come avveniva nella struttura precedente.

Il **valore aggiunto lordo** è la differenza tra VPR e consumi di materie e servizi, è diverso da quello della struttura precedente perché in questo caso è **quello creato dalla sola gestione caratteristica** (non anche extra-caratteristica) quindi, pur dando un'informazione importante, pecca di incompletezza perché non informa sulla produttività economica e non evidenzia come avviene la distribuzione del valore creato; viene scomposto in tre parti: la componente assorbita dai costi del lavoro, quella destinata a ricostituire la struttura aziendale e il risultato della gestione operativa (indice di efficacia gestionale dell'azienda).

Ad esso si sottraggono i costi del lavoro e la denominazione "**lordo**" viene dal fatto che non gli sono stati ancora sottratti i costi calcolati (*book costs*) spesso oggetto di politiche di bilancio:

ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni mentre sottraendogli i costi del lavoro si ottiene il MOL.

Si può calcolare anche un indice che misura quanto valore aggiunto lordo, prodotto dalla gestione caratteristica, venga assorbito dalla remunerazione dei lavoratori: Costo del lavoro / V.A.L.

Il margine operativo lordo (M.O.L.) viene definito come il **valore netto che residua dopo aver remunerato il lavoro** ($MOL = V.A.L. - Costo\ del\ lavoro$) e rappresenta:

- la parte di valore aggiunto rimanente, usata per remunerare il capitale tecnico e il capitale di finanziamento proprio o di credito (*significativo nelle imprese labour intensive*);

- la somma tra utile operativo, ammortamenti e accantonamenti che sono costi "non monetari" (*risultato di tipo finanziario espressione dell'autofinanziamento operativo*).

Possono essere fatte tre interpretazioni alternative del MOL:

1. **Significato Economico: Reddito operativo più oggettivo** poiché non considera l'impatto dei costi calcolati che vengono decurtati e che spesso risentono di politiche di bilancio (ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni), anche se rimangono altri elementi soggettivi legati ai ricavi di competenza e alla valutazione delle rimanenze;

2. Come **Margine di contribuzione** alla copertura dei costi fissi di periodo derivanti dalla gestione caratteristica (ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni sono spesso considerati costi fissi), permette di vedere il grado di rigidità dei costi nel caso in cui si considerino i costi del lavoro come semi-variabili (variabili verso l'alto e fissi verso il basso) → costituisce un'informazione importante per i controller/analisti;

3. **Significato Finanziario: Autofinanziamento della gestione caratteristica** (calcolabile come Ricavi di vendita - Costi FFS) rappresentato da tutte le componenti che stanno sopra il MOL.

N.B.: dal MOL in poi la struttura segue lo stesso schema di quella a "ricavi e costo del venduto" sottraendo i costi calcolati per ottenere l'utile operativo e poi sottrarre i risultati della gestione accessoria, finanziaria, straordinaria ed imposte al fine di determinare l'utile netto d'esercizio.

Un particolare indice si lega a questa struttura: **CAPEX** (*capital extended*) rappresenta il flusso di investimenti nella struttura tecnico-operativa (fattori pre-esistenti), ossia quanto si è investito in immobilizzazioni nell'anno corrente; maggiore è il CAPEX e tanto maggiori saranno le potenzialità future dell'impresa, quanto più è vicino a 1 tanto più l'impresa riesce ad autofinanziare gli investimenti tecnici, cioè autofinanziare potenzialità di sviluppo futuro.

Riassumendo le caratteristiche della struttura "a MOL": **A)** come la struttura "a costi e ricavi del venduto" consente di analizzare il formarsi del reddito netto suddiviso per aree gestionali ed analizzare le cause della redditività aziendale per aree di gestione; **B)** anche se marginalmente, punta lo sguardo all'analisi delle condizioni di economicità tramite il valore aggiunto lordo (della gestione caratteristica) senza, però, calcolare tutto il valore aggiunto lordo (complessivo) e il valore aggiunto netto, come la struttura "a valore aggiunto"; **C)** consente di capire la distribuzione del valore creato solo in termini di remunerazione del lavoro, ignorando tutti gli altri fattori e il residuo economico; **D)** approfondisce la dinamica finanziaria (*MOL come autofinanziamento della gestione caratteristica*) e per questo gli amministratori preferiscono pubblicare tale struttura di bilancio in virtù delle molte informazioni ma non tutte precise o parziali.

1.2. CONTO ECONOMICO (ex art. 2425 codice civile)

Si tratta di una struttura a Valore e Costi della Produzione Realizzata.

La struttura di C.E. presentata dal codice civile presenta alcune problematiche:

- a) non è possibile una reale distinzione per aree gestionali perché all'interno delle sezioni (A e B) della gestione tipica e accessoria vengono ricompresi elementi straordinari,

B4
A5 B loc B 17 (ESERCIZIO STRAORDINARIO)

b) non è quindi possibile ottenere nell'immediato il reddito operativo (in quanto "sporco") deve essere quindi riclassificato.

| | |
|--|--|
| A) VALORE DELLA PRODUZIONE | |
| 1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni | |
| 2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti | |
| 3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione | |
| 4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni | |
| 5) Altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio | |
| Totale (A) | A) Valore della produzione (realizzata) |
| B) COSTI DELLA PRODUZIONE | |
| 6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci | |
| 7) Per servizi | |
| 8) Per godimento beni di terzi | |
| 9) Per il personale a) Salari e stipendi | |
| b) Oneri sociali | |
| c) Trattamento di fine rapporto | |
| d) Trattamento di quiescenza e simili | |
| e) Altri costi | |
| 10) Ammortamenti e svalutazioni | |
| a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali | |
| b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali | |
| c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni | |
| d) Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide | |
| 11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci | |
| 12) Accantonamenti per rischi | |
| 13) Altri accantonamenti | |
| 14) Oneri diversi di gestione | |
| Totale (B) | B) Costi della produzione (realizzata) |
| DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B) | Differenza tra valore e costi della produzione realizzata (A-B) |
| C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI | |
| 15) Proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli da controllate e collegate | |
| 16) Altri proventi finanziari a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti | |
| b) Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni | |
| c) Da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni | |
| d) Proventi diversi dai precedenti, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti | |
| 17) Interessi ed altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti | |
| 17-bis) Utili e perdite su cambi | |
| Totale (15+16-17+17-bis) | C) Proventi e oneri finanziari |
| D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE | |
| 18) Rivalutazioni: a) di partecipazioni | |
| b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni | |
| c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni | |
| 19) Svalutazioni: a) di partecipazioni | |
| b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni | |
| c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni | |
| Totale delle rettifiche (18-19) | D) Rettif. di valore di attività finanziarie |
| E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI | |
| 20) Proventi con separata indicazione delle plusvalenze da alienazione non iscrivibili al n. 5) | |
| 21) Oneri con separata indicazione delle minusvalenze da alienazione, i cui effetti contabili non sono iscrivibili al n. 14), e delle imposte relative a esercizi precedenti | |
| Totale delle partite straordinarie (20-21) | E) Proventi e oneri straordinari |
| RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+C+D+E) | Risultato prima delle imposte |
| 22) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate | Imposte sul reddito di esercizio |
| UTILE (O PERDITA) DELL'ESERCIZIO | Utile (perdita) di esercizio |

Vediamo alcune voci più in dettaglio:

A2 si riferisce al rinvio al futuro delle rimanenze,

A3 è relativo soprattutto alle imprese che lavorano su commessa pluriennale e nelle quali si rinvia al futuro l'incremento dell'opera realizzato nel corso dell'anno,

A4 comprende i costi capitalizzati ed è una rettifica indiretta dei costi della produzione che vengono rinviati al futuro ed entrano a far parte delle immobilizzazioni,

A5 può contenere svariati tipi di ricavi tra cui la parte eccedente la perdita su crediti accantonata in passato ai fondi svalutazione crediti che non compaiono in bilancio poiché sono poste di rettifica dell'attivo; in realtà le aziende usano un conto apposito chiamato "utilizzo fondi svalutazione".

La svalutazione va quindi inteso come *costo calcolato* ed il suo ripristino di valore è, di conseguenza, un ricavo calcolato.

Nel bilancio IAS le informazioni del punto A5 sono contenute nelle note dei conti (di solito nella sezione delle attività) e la componente "acquisti di materie" in realtà indica i consumi di materie.

B10c è una voce legata ad eventi straordinari e, a rigore, dovrebbe essere allocata nella macroclasse E, ma viene alimentata in caso di perdite durevoli di valore di immobilizzazioni che accadono quando, a causa di eventi imprevedibili, il valore di presumibile realizzo diventa minore del costo residuo da ammortizzare.

Nella macro-classe C si possono trovare plusvalenze e/o minusvalenze "da realizzo" per cessioni titoli e operazioni assimilabili, anche in questo caso si tratta di una voce di natura straordinaria che dovrebbe essere allocata nella parte straordinaria (sezione E).

Nei bilanci IAS, invece, nelle stesse voci vengono incluse due tipologie di plusvalenze e/o minusvalenze: quelle "da realizzo" a cui si aggiungono quelle "da svalutazione".

Le imposte correnti sono quelle che originano un debito tributario, infatti, ciò che si paga non è necessariamente la parte di competenza economica, in quanto vi possono essere anche imposte differite e anticipate.

1.3. CONTO ECONOMICO (IAS/IFRS)

I principi internazionali contenuti nello IAS 1 non prevedono uno schema di C.E. da seguire obbligatoriamente nella sua redazione, ma danno un'indicazione del contenuto minimo che deve essere posto in evidenza sempre e in ogni caso.

Sono previsti due criteri alternativi in base ai quali può essere redatto:

- **Per natura:** i costi sono aggregati nel conto economico secondo la loro natura (*schema analogo ai principi tradizionali italiani*), → costo economico complessivo
- **Per destinazione** (o costo del venduto, definizione che però NON CONVINCE, PERCHE'??): i costi sono aggregati secondo la loro destinazione come parte del costo per produrre beni o come costi di distribuzione o amministrativi mentre rimangono esclusi i costi di R&S (*schema non previsto dai principi tradizionali italiani per la contabilità esterna ma come schema gestionale da utilizzare solo internamente*).

In entrambi i criteri suddetti, sempre secondo i principi internazionali, gli schemi suddividono:

- **Attività di funzionamento** (continuative) o *continuing operations*;
- **Attività cessate o destinate a cessare** (non continuative) o *discontinued operations*: occorre iscrivere separatamente i flussi economici che derivano da queste attività come ad esempio ricavi e costi operativi, proventi e oneri finanziari, imposte, plusvalenze e minusvalenze derivanti dalla cessione di tali attività come differenza tra valore di vendita e valore delle attività valutate al fair value del momento della cessione.

Distinguere queste due tipologie di attività, dà un'importante informazione sulla ripetibilità dell'utile in futuro, dato che potrebbe derivare da attività destinate ad essere dismesse e quindi essere probabilmente irripetibile.

L'impostazione di C.E. descritta è dovuta al fatto che i destinatari principali del bilancio, secondo il modello IAS, sono gli investitori i quali sono interessati a sapere quali sono le attività che avranno ancora svolgimento nel futuro e quali invece cesseranno per poi orientare consapevolmente i propri investimenti.

Per questo motivo si dice che il bilancio secondo IAS "guarda al futuro", al contrario dei principi italiani che sono rimasti ancorati al costo storico e danno una fotografia (visione di *stock*) dello Stato Patrimoniale con valutazioni ancorate al passato.

[Esempio: questo è un gruppo che sta dismettendo il ramo di attività in perdita e sta mantenendo solo la parte che produce utili (+5).]

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|------|
| continuing op. | - 50 | -60 | +5 |
| discontinued op. | 0 | 0 | -55 |

All'interno delle due categorie di attività (continuative e non continuative) si può effettuare una distinzione tra quelle afferenti la gestione caratteristica e quelle riferite all'extra-caratteristica, e si

Attenzione! Materiale coperto da copyright ©, ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale ai sensi della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633).

può ricondurre ad unità tutte le attività in base all'area di gestione ottenendo dei dati omogenei e comparabili.

Secondo gli IAS, invece, la distinzione tra gestione ordinaria e straordinaria non è rilevante e quindi non è presente e non influenza la classificazione e la strutturazione delle voci di bilancio.

A titolo d'esempio, mettiamo a confronto il C.E. IAS con il Tradizionale (criterio "per natura"):

| CE per NATURA (Schema IAS/IFRS) | CE (Schema principi italiani tradizionali) |
|---|---|
| Attività di funzionamento | A) Valore della produzione |
| Ricavi | 1 Ricavi delle vendite e delle prestazioni |
| Altri ricavi operativi | 2 Variazione rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti |
| Variazioni delle scorte di prodotti finiti e semilavorati | 4 Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni |
| Consumo di materie prime e materiali di consumo | 5 Altri ricavi e proventi |
| Costi del personale | B) Costi della produzione |
| Ammortamenti e variazioni di valore delle attività non correnti | 6 Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci |
| Altre spese operative | 7 Per servizi |
| Utile operativo | 8 Per godimento di beni di terzi |
| Utili da società controllate, collegate e joint venture | 9 Per il personale |
| Proventi finanziari da attività di investimento | 10 Ammortamenti e svalutazioni |
| Altri proventi e perdite | 11 Variazione rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci |
| Oneri e perdite finanziarie | 13 Altri accantonamenti |
| Utile lordo da attività in funzionamento | 14 Oneri diversi di gestione |
| Imposte | Differenza tra valore e costi della produzione |
| Utile netto da attività in funzionamento | C) Proventi ed oneri finanziari |
| Attività destinate a cessare | 16 Altri proventi finanziari |
| Ricavi e perdite da attività destinate a cessare | 17 Interessi ed altri oneri finanziari |
| Utile netto dell'esercizio | D) Rettifiche di valore di attività finanziarie |
| Attribuibile a: | 18 Rivalutazioni |
| Azionisti di maggioranza | 19 Svalutazioni |
| Azionisti di minoranza | E) Proventi ed oneri straordinari |
| Utile per azione | 20 Proventi |
| Da attività in funzionamento destinate a cessare | 21 Oneri |
| Base | Risultato prima delle imposte |
| Diluito | 22 Imposte dell'esercizio |
| Da attività in funzionamento | Imposte sul reddito dell'esercizio |
| Base | Imposte differite |
| Diluito | Utile (perdita) dell'esercizio |

Altra particolarità è data dal fatto che i principi internazionali definiscono due diversi utili: oltre all'utile d'esercizio, le imprese con azioni ordinarie negoziate sui mercati finanziari e le imprese che hanno in corso l'emissione di azioni devono fornire nel C.E. anche l'utile per azione che può essere di due tipologie:

- **Utile base per azione** calcolato come: *utili al netto di imposte, pagamenti di interessi su obbligazioni e dividendi corrisposti ai possessori di titoli azionari di risparmio o privilegiati in rapporto alla media ponderata delle azioni della capogruppo in circolazione nell'esercizio;*
- **Utile diluito per azione** oltre alle azioni che costituiscono il capitale sociale, considera anche le obbligazioni convertibili in quanto potenziali azioni: *utili al netto di imposte, pagamenti di interessi su obbligazioni e dividendi corrisposti ai possessori di titoli azionari di risparmio o privilegiati in rapporto alla media ponderata delle azioni ordinarie e dei titoli convertibili in azioni della capogruppo in circolazione nell'esercizio ipotizzando che tutti i possessori abbiano esercitato il diritto di conversione dei loro titoli in azioni societarie.*

Il Paragrafo 81 dello IAS 1 esprime il contenuto minimo del conto economico elencando le voci che devono essere incluse sempre in quanto maggiormente rappresentative: a) *Ricavi*, b) *Oneri finanziari*, c) *Quota dell'utile/perdita* di società collegate o joint venture valutate al metodo del Patrimonio Netto, d) *Oneri fiscali*, e) *Totale di plus/minusvalenze* rilevate sulle attività cessate o a seguito di applicazione del fair value dell'attività operativa cessata, f) *Utile o Perdita d'esercizio*.

[Esempio: si vede l'effetto della ristrutturazione, è come se ci fosse un altro gruppo e questa informazione va interpretata collegandola agli indici di redditività. Se prendessimo solo quel -55 e quel +5 "spalmandoli" nei costi e ricavi non si estrapolerebbero i dati degli anni passati e quindi il vero valore del gruppo non verrebbe fuori ignorando il fatto che si è trasformato e modificato. Le voci degli utili passati garantiscono di vedere l'andamento storico economico e interpretare correttamente i dati anche vedendo il risultato delle ristrutturazioni (bisogna sempre interpretare, analizzare ed esplorare le decisioni che sono state prese e stanno dalle quali i numeri derivano.)]

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------|------|------|------|
| ricavi | 1500 | 1500 | 40 |
| costi | 1550 | 1560 | 35 |
| continuing op. | - 50 | -60 | +5 |
| discontinued op. | 0 | 0 | -55 |

Alcune possibili strutture di C.E. ai principi IAS secondo i due criteri (natura e destinazione):

| ESERCIZIO DI CONTABILITÀ ECONOMICA PER NATURE | ESERCIZIO DI CONTABILITÀ ECONOMICA PER DESTINAZIONE |
|--|---|
| Ricavi | Ricavi |
| Altri proventi | Costi del venduto |
| Variazioni nelle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione | Utile lordo |
| Materie prime e materiali di consumo utilizzati | Altri proventi |
| Costi connessi ai benefici ai dipendenti | Costi di distribuzione |
| Ammortamenti | Costi amministrativi |
| Altre spese operative (o Altri costi) | Altri costi |
| Costi totali | Utile |
| Utile | Utile operativo |
| Utile operativo (EBIT) | Utile da società controllate, collegate e joint venture |
| Utile da società controllate, collegate e joint venture | Proventi finanziari da attività di investimento |
| Proventi finanziari da attività di investimento | Altri proventi e perdite |
| Altri proventi e perdite | Oneri e perdite finanziarie |
| Oneri e perdite finanziarie | Utile lordo da attività in funzionamento |
| Utile lordo da attività in funzionamento | Imposte |
| Imposte | Utile netto da attività in funzionamento |
| Utile netto da attività in funzionamento | Ricavi e perdite da attività destinate a cessare |
| Ricavi e perdite da attività destinate a cessare | Utile netto dell'esercizio |
| Utile netto dell'esercizio | |

Negli IAS si danno informazioni sintetiche e suddivise per aree di gestione, ma le vere informazioni si trovano nelle note ai conti.

N.B.: "costo del venduto" = consumi materie +/- Δscorte prodotti = costo della produzione di natura industriale;

"utile lordo" = utile lordo industriale; l'utile operativo normalmente negli IAS non coincide con il concetto civilistico perché loro non dividono l'utile di gestione operativa da quello della gestione extraoperativa e inseriscono tali informazioni nella relazione degli amministratori;

"utile corrente (EBIT)";

Quando si trova la voce "utile operativo (EBIT)" si è davanti ad un doppio errore: primo, perché l'utile è anche di natura straordinaria non solo operativa, secondo perché EBIT significa utile senza interessi passivi e tasse ed è associabile a un concetto di reddito corrente e non per forza operativo.

↳ EBIT (UTILE OPERATIVO) : ERRONE

- CONTI E ELEMENTI DI NATURA STRAORDINARIA
- EBIT È ASSOCIABILE AD UN CONCEPTO REDDITO CORRENTE E NON PER FORZA OPERATIVO
- (EBIT È REDDITO SENZA TASSE)

LA DISTINZIONE TRA ATTIVITÀ IN FUNZIONAMENTO ED ATTIVITÀ DESTINATE A CESSARE, PERMETTE DI DETERMINARE

↳ L'UTILE DA ATTIVITÀ IN FUNZIONAMENTO

CESSIONE DI TALI ATTIVITÀ

→ BISOGNA INDICARE RICAVI E COSTI DELLE ATTIVITÀ DESTINATE A CESSARE, ED ANCHE LE PLUSVAL. E LE MINUSVAL. DI

Le voci comprese nelle strutture descritte permettono il calcolo dell'utile da attività in funzionamento (figura sotto).

| |
|---|
| Ricavi |
| - Costi Operativi |
| ----- |
| Utile Operativo = Margine Operativo Netto |
| - Proventi finanziari |
| - Oneri e perdite finanziarie |
| ----- |
| Utile lordo da attività in funzionamento |
| - Imposte |
| ----- |
| Utile netto da attività in funzionamento |

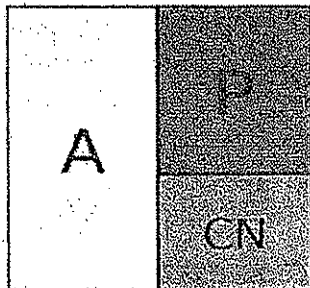
I principi contabili IAS/IFRS prevedono l'iscrizione separata dei flussi economici (ricavi e perdite) derivanti da attività destinate a cessare e comprendono:

a. Ricavi e costi originatesi nel corso dell'esercizio da queste attività (Ricavi, Costi operativi, Proventi e oneri finanziari, Imposte) → *i principi tradizionali italiani*, invece, ne prevedono l'iscrizione in voci ordinarie come valore della produzione, costi della produzione, proventi ed oneri finanziari, rettifiche;

b. Plusvalenze o minusvalenze derivanti dalla cessione di tali attività (differenza tra il valore di vendita e il valore di tali attività valutate al fair value al momento della cessione) → *i principi tradizionali italiani*, invece, prevedono l'iscrizione di questi flussi nella gestione straordinaria.

2. LO STATO PATRIMONIALE

Stato patrimoniale: capitale dell'impresa



$$A = P + N$$

Lo Stato Patrimoniale dà la "fotografia istantanea" della situazione patrimoniale di una società in un determinato momento individuato come la data di chiusura dell'esercizio.

$$\text{Attivo}(A) = \text{Passivo}(P) + \text{Capitale Netto}(CN)$$

E' un'analisi di come gli investimenti vengono finanziati da fonti interne (CN) e fonti esterne (P), ma è uno schema con lacune informative che non mette bene in evidenza l'autofinanziamento e i flussi compensativi dentro la stessa voce.

Dallo S.P. si osserva il grado rigidità (o elasticità) di investimenti e fonti di finanziamento nota già dal C.E., infatti un rapporto alto di "ammortamenti su costi" significa struttura basata prevalentemente su costi fissi e quindi rigida.

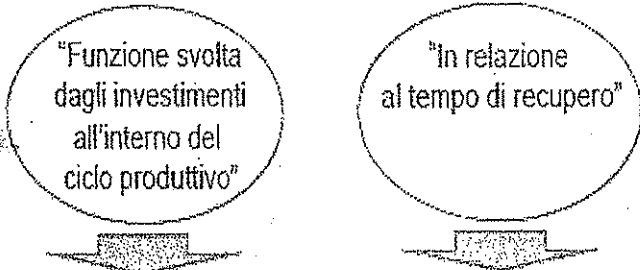
Dallo S.P. ANALIZZANDO IL GRADO DI RIGIDITÀ DELLA STRUTTURA SI OSSERVA UN RAPPORTO ALTO DI AMMORTAMENTI SU COSTI FISSI QUINDI MOLTA

2.1. STRUTTURE DI STATO PATRIMONIALE

Gli investimenti devono essere sempre uguali alle fonti di copertura e ai mezzi che li finanziano ricorrendo alla proprietà e al patrimonio netto oppure a fonti **Interne (autofinanziamento) e/o Esterne (banche, intermediari finanziari ecc..)**.

Nel capitale netto c'è anche l'autofinanziamento individuabile dal rendiconto finanziario, ma difficilmente leggibile dallo stato patrimoniale.

Le strutture di stato patrimoniale vengono classificate secondo due criteri che permettono di individuare una serie di aggregati parziali con particolari contenuti informativi:



- Secondo la funzione svolta dagli investimenti all'interno del ciclo produttivo (criterio di classificazione funzionale/economica o di pertinenza gestionale);

- Secondo il tempo di recupero (criterio di liquidità dell'attivo e di esigibilità del passivo).

Ciò che distingue le due strutture è la diversa classificazione di crediti e debiti.

La prima classifica gli investimenti in attivo fisso e attivo corrente (o capitale circolante) a cui affianca la correlata classificazione delle passività.

La seconda distingue le componenti dello stato patrimoniale in relazione al grado di liquidità dell'attivo ed esigibilità del passivo.

| | | | | | |
|--------------------|--------------------------------|---|-----------------|---------------------------------------|---|
| ATTIVO CORRENTE | Denaro e disponibilità liquide | Debiti correnti Ricavi anticipati | ATTIVO FISSO | Denaro e disponibilità liquide | Debiti a breve termine |
| | Crediti correnti | Fondi per rischi ed oneri | | Crediti a breve termine | Fondi per rischi ed oneri |
| | Scorte | Debiti finanziari | | Scorte | Debiti a medio termine |
| ATTIVO FISSO | Immobilitazioni materiali | Capitale proprio • capitale di conferimento; | ATTIVO FISSO | Immobilitazioni materiali | Capitale proprio • capitale di conferimento; |
| | Immobilitazioni immateriali | • capitale di risparmio; | | Immobilitazioni immateriali | • capitale di risparmio; |
| | Immobilitazioni finanziarie | • reddito del periodo | | Attività finanziarie medio termine | • reddito del periodo |

Tale struttura "confonde" la natura degli investimenti e dei finanziamenti: gli investimenti che vengono recuperati entro i 12 mesi costituiscono attivo a breve termine e quelli con recupero oltre i 12 mesi vengono chiamati attivo a medio e lungo termine.

ATTIVO A BREVE TERMINE: INVESTIMENTI RECUPERATI ENTRO 12 MESI
ATTIVO A MEDIO LUNGO TERMINE: INVESTIMENTI CHE VENGONO OLTRAI 12 MESI

Le passività comprendono debiti a breve termine, debiti a medio e lungo termine, fondi per rischi ed oneri e capitale proprio; i crediti e i debiti a breve e a medio-lungo termine possono avere natura sia corrente sia finanziaria ed è possibile la "ristrutturazione" di un debito: trasferire debiti dal breve al medio-lungo periodo e viceversa rinegoziandone le condizioni di rimborso.

La struttura di S.P. civilistica (art. 2424) contiene entrambe le distinzioni analizzate poiché l'indicazione di crediti e debiti è una variabile fondamentale per le banche che calcolano la presunta solvibilità dell'impresa, è una struttura con valori classificati in rapporto all'area gestionale di destinazione e alla funzione svolta nel processo produttivo, essa

2.1.1. S. P. riclassificato in base all'area gestionale di destinazione e alla funzione svolta nel processo produttivo (criterio "funzionale")

Tale criterio è chiamato "di pertinenza gestionale" in quanto classifica gli investimenti in relazione alla funzione svolta all'interno del processo produttivo, individuando come capitale investito:

| ATTIVO | | PASSIVO | |
|--|-----------------------|---|--|
| Denaro e valori di riserva cassa, banca | Disponibilità liquide | Debiti correnti commerciali, ratei e riscotti passivi | |
| A) Totale | | L) Totale | |
| Crediti correnti commerciali, r.r. correnti, anticipi, ratei | | Debiti di finanziamento banche, altri finanziatori, strumenti derivati, TFR | |
| B) Totale | | M) Totale | |
| Scorte e rimanenze materie, riscotti attivi | | Passività FFR | |
| C) Totale | | Fondi rischi e oneri | |
| D) = (A+B+C) | | N) Totale | |
| ATTIVO CIRCOLANTE | | O) = (L+M+N) | |
| Imm. materiali es. terreni, impianti | | PASSIVO | |
| E) Totale | | Capitale di risparmio | |
| Imm. fin. | | | |
| Imm. materiali brevetti, marchi, avviamento | | F) Totale | |
| F) Totale | | Capitale di conferimento | |
| Imm. finanziarie partecipazioni, crediti finanziari non correnti | | G) Totale | |
| G) Totale | | R) Reddito di esercizio | |
| H) = (E+F+G) | | S) (P+Q+R) | |
| ATTIVO FISSO | | CAPITALE NETTO | |
| I) = (D+H) | | T) (D-S) TOTALE FONDI DI FINANZ. | |
| TOTALE ATTIVO | | | |

ATTIVO
 CIRCOLANTE
 ↓
 INVESTIMENTI
 NE LA STRUTTURA
 TECNICO-OPERATIVA
 ↓
 ATTIVO
 FISSO
 ↓
 INVESTIMENTI
 CHE PARCO
 STRUTTURALE
 A STRUTTURA
 OPERATIVA

- **Attivo Circolante** (o capitale circolante lordo o capitale corrente) (**D**): si intendono tutti gli investimenti che servono ad assicurare il funzionamento della struttura tecnico-operativa. E' costituito da elementi legati alla gestione corrente "reale": scorte e rimanenze di FFR e prodotti; crediti correnti o di funzionamento nati dal normale svolgimento dell'attività (commerciali, v/clienti, v/enti previdenziali, tributari ecc); denaro e disponibilità liquide (cassa, c/c bancari e postali o mezzi equivalenti come gli investimenti a breve termine pronti allo smobilizzo). Questa macroclasse comprende anche componenti di gestione corrente "finanziaria": attività e/o titoli da negoziare prontamente smobilizzabili (partecipazioni o portafogli titoli trasformabili rapidamente in denaro

come investimenti temporanei di liquidità, titoli held for trading e gestione derivati).

- **Attivo Fisso** o capitale extra-corrente (**H**): rappresenta tutti gli investimenti finalizzati a preconstituire la struttura tecnico-operativa dell'impresa o tutto ciò che la costituisce; fondamentalmente coincide con la denominazione contabile dello S.P. civilistico "Immobilizzazioni".

E' costituito grazie ad investimenti in immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari, terreni ecc.), immateriale (brevetti, licenze, marchi ecc.) e finanziarie (partecipazioni di controllo o collegamento in imprese con le quali si hanno legami tecnici-produttivi-finanziari stabili e duraturi;

o riserve di utili che derivano dalla destinazione dell'utile d'esercizio (capitale di risparmio per utili palesati in C.E. e distribuiti a dividendo);

o riserve di capitali che non derivano da C.E. ma nascono da manovre e movimentazioni di elementi dello Stato Patrimoniale per il modificarsi dei valori (ne sono esempi: riserva sovrapprezzo azioni, di rivalutazione come nel caso di minus/plusvalenze da valutazione o alienazione, da fair value movimentata per valutazioni di investimenti finanziari a medio-lungo termine, di consolidamento, di cash flow collegata alla copertura di rischi finanziari per titoli derivati acquisiti dall'impresa).

La lettura nel tempo della struttura degli investimenti indica se tale struttura si è appesantita o meno (una struttura è rigida quando si ha prevalenza dell'attivo fisso).

2.1.1.1. Il Capitale Circolante Netto (CCN)

Dalla struttura funzionale si ricava un importante margin di correlazione, il capitale circolante netto (CCN):

$$\text{CCN} = \text{Attivo Corrente} - \text{Passivo Corrente}$$

che indica di quanto l'attivo corrente (anche detto circolante o attivo "a breve") eccede il passivo corrente (o debiti correnti o impegni "a breve"), rappresenta l'investimento netto che l'impresa effettua in risorse finanziarie nella propria gestione corrente e che deve essere opportunamente finanziato ed il cui aumento può indicare sia una situazione positiva (l'impresa aggredisce il mercato e gli indici di rotazione aumentano) sia una situazione negativa (impresa in crisi).

Rappresenta il collegamento dell'impresa con il mercato di approvvigionamento e collocamento, ingloba le politiche commerciali di crediti v/clienti, debiti v/fornitori e gestione scorte (assumono funzione strategica e rappresentano un cuscinetto tra produzione e vendita/mercato, utilizzate in sede di programmazione, per mantenere costanti i valori di produzione): quanto più l'impresa è in grado di coinvolgere fornitori e clienti nel processo di finanziamento dell'attività, tanto più si riduce il CCN e sono necessarie meno risorse onerose (debiti e crediti di funzionamento circolano automaticamente in un ciclo di pagamento/riscossione e riconnessione).

Infatti, gli investimenti che non si riescono a finanziare con i debiti correnti (es. acconti da clienti, debiti commerciali, debiti verso personale e verso enti previdenziali e tributari) devono essere necessariamente finanziati con prestiti onerosi e non correnti (es. debiti di finanziamento) nelle opportune forme tecniche o tramite risorse che dovrebbero essere connesse alla copertura dell'attivo fisso e vengono messe a disposizione dal capitale di proprietà o usando l'autofinanziamento.

$$\text{CCN} = \text{ATTIVO CORRENTE} - \text{PASSIVO CORRENTE}$$

↳ È L'INVESTIMENTO NETTO DELL'IMPRESA NELLA PROPRIA GESTIONE CORRENTE

- ↳ SE AUMENTA :
- SITUAZIONE POSITIVA (L'IMPRESA AGGREDISCE IL MERCATO, GLI INDICI DI ROTAZIONE AUMENTANO)
 - SITUAZIONE NEGATIVA (IMPRESA IN CRISI)

GLI INVESTIMENTI CHE NON SI FINANCIANO CON I DEBITI CORRENTI, DEVONO ESSERE FINANZIATI CON I DEBITI DI FINANZIAMENTO (NON CORRENTI) O TRAMITE RISORSE FORNITE DAL CAPITALE DI PROPRIETÀ O USANDO L'AUTOFINANZIAMENTO

* ABBIATO UN CAPITALE CIRCOLANTE NETTO ALTO QUANDO:

- 1) L'IMPRESA DECIDE DI ALLARGARE IL MERCATO, FAUCENDO LO SVILUPPO DUE VENDITE ATTUALI E I CREDITI
- 2) L'IMPRESA DECIDE DI ALLARGARE IL MERCATO ATTUALIZANDO LE CONSEGNE IN 48 ORE;
- 3) L'IMPRESA SUBISCE IL MERCATO E NON INVIOLA I CREDITI O MAURITA IL LIMITE DELLA

Può essere data una rappresentazione più sintetica dello S.P. in modo da evidenziare il CCN: *Passivo ->*

| Investimenti | | Fonti | | INVESTIMENTI | FONTI E P.N. |
|-------------------------------|---------------------------------|--|------------------------------|--------------------------|----------------------------|
| capitale circolante lordo CCL | disponibilità liquide immediate | debiti di funzionamento | Passivo corrente PC | LIQUIDITÀ IMMEDIATE | |
| | CCN | debiti di finanziamento | DEBITI | CREDITI CORRENTI | DEBITI CORRENTI |
| | | Passività presunte | | SCORTE DI FFSE PRODOTTI | DEBITI DI FINANZIAMENTO |
| capitale fisso AF | | ti ripetuta materiali ti ripetuta immateriali | | Capitale di proprietà | IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI |
| | Crediti di finanziamento | CAPITALE NETTO | IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI | CAPITALE DI CONFERIMENTO | |
| | Partecipazioni | | IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE | CAPITALE DI RISPARMIO | UTILE DI ESERCIZIO |

Il capitale circolante netto (CCN) può essere:

- **Positivo o crescente (CCN > 0) va finanziato:** non determina necessariamente effetti positivi nell'economia dell'impresa e va capito il motivo per cui cresce analizzando il contesto produttivo-strategico di mercato in cui si è sviluppato e quali problemi può causare perché viene coperto con debiti di finanziamento che comportano elevati costi di copertura *sotto il profilo finanziario* (lo si finanzia con debiti di finanziamento e/o passività finanziarie che appesantiscono le fonti riducendone l'elasticità e comportando dei costi per l'impresa) e *sotto il profilo della sostenibilità* (le fonti devono essere legate a una politica sostenibile di copertura dell'ampliamento temporaneo di CCN).

Qui vi è un **collegamento con la leva finanziaria**: se l'attività caratteristica rende molto si tende ad aumentare gli investimenti e a finanziarli ricorrendo a debiti di finanziamento [Esempio: se la gestione caratteristica rende il 10% e il capitale di debito costa il 3% si è portati a chiedere un finanziamento passando ad avere una garanzia del 7% e quindi, di fatto, modificando la struttura degli investimenti]

In definitiva, un **CCN positivo** significa che l'impresa ha sviluppato un investimento netto che bisogna decidere come coprire potendo attingere a: - **autofinanziamento** (politiche di sviluppo dimensionale) - **fonti esterne** (debiti di finanziamento e capitale di proprietà) sapendo che **il CCN in ogni caso va finanziato**.

* **o CCN alto o crescente:** comporta l'utilizzo di risorse di finanziamento costose e nella stessa informazione racchiude **due possibilità**: a) **incremento di scorte o crediti commerciali**, e/o **espandere le dimensioni d'impresa** attraverso **politiche di finanziamento più sostenute**; b) **subire il mercato** nel caso in cui non si incassano i crediti vecchi "incagliati" o rallenta il circuito della produzione che determina l'aumento delle rimanenze.

In caso di **crescita di scorte di magazzino**, occorre verificare se il CCN:

1. Cresce perché il mercato non recepisce più i prodotti e allora la crescita può essere negativa in quanto vuol dire che l'impresa non riesce ad avere un adeguato sbocco sul mercato,
2. Cresce perché l'impresa aggredisce il mercato, si è deciso di produrre più della domanda per beneficiare di economie di scala, politiche di pronta-consegna e sconti.

• **Uguale a zero (CCN=0)** vuol dire che l'impresa è riuscita a finanziare tutti gli investimenti correnti mediante fonti di copertura correnti (debiti di funzionamento); è **la situazione**

Attenzione! Materiale coperto da copyright ©, ne è severamente vietata la riproduzione

o il riutilizzo anche parziale ai sensi della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633).

Pagina 35

NON C'È SBILLO SUL MERCATO); - CHE SE FALTE C'IMPRESA ALLARGARE IL MERCATO (PRODOTTI IN PIU' CONSEGNA, SCORTI)

CCN > 0
NON RIESCI
MARETE E
POSITIVO, BIA
VEDERE SE
SONO FONTE
DI COPERTURA
DELLI INVESTIM
E SE QU E
SOSTENIBILE
DAL PUNTO C
VISTA FINAN
RIO -
QUINDI
SE C'E UN
CCN POSITIV
BISOLVA ANZ
BARLO EDU
AUTOFINANZ
NETTO
FONTE ESTER
(DEBITI DI FINANZ
NETTO O EN
TATE DI DEBITI
PROPRIETA').
CCN = C
MAGGIOR
-> EQUILIB
FINANZIARI
CON FONTE
DI COPERTURA
CONSEGNA,
SOSTENIBILE IDEE

CCN=0 È LA SITUAZIONE IDEALE SE LA GESTIONE CORRENTE VA BENE, CIOÈ SE I RENDIMENTI CORRENTI SONO PIÙ DEI DEBITI CORRENTI (COSÌ HO I FLUSSI DI CASSA PER PAGARE I DEBITI)

tendenzialmente ideale ma va analizzata perché è ottimale a condizione che la gestione corrente vada bene nel senso che i crediti scadono prima dei debiti a breve e quindi i flussi di cassa siano adeguati per pagare tutti i debiti alle scadenze stabilite e sostenere quell'indebitamento.

Se la gestione corrente è virtuosa, crea liquidità e ne genera esuberanze, un CCN tendente a zero non è un problema, ma va bene.

L'impresa non sta aggredendo il mercato, i debiti correnti coprono tutto il capitale circolante e ciò permette di coinvolgere soggetti finanziatori esterni all'impresa e poco costosi, per questo, sotto le condizioni appena dette si tratta di una circostanza non negativa.

CIN =
CCN + AF
ATTIVO CIRCO-
LANTE + ATTIVO
FISSO

Una grandezza diversa dal CCN è il **Capitale Investito Netto (CIN)** che rappresenta la somma di capitale circolante e attivo fisso ($CIN = CCN + AF$) e costituisce una variabile da tenuta sotto controllo dagli amministratori perché devono trovare un'ideale forma di copertura: i debiti correnti sono una forma automatica di copertura degli investimenti assicurati dal funzionamento dell'impresa, ma tanto più CCN e CIN sono alti e tanto più l'amministratore si deve preoccupare di trovare forme di copertura maggiore ulteriori attingendo dai soci, o dal mercato finanziario o dall'autofinanziamento.

È ALTO,
+ PIÙ
SICURE PERCHÉ
L'IMPRESA
DELO TROVARE
PRELUNTE
FORME DI
OPERAZIONE,
AI SOCI,
CONTATTARE I
INIZIATIVE (ARRELI),
MATE
AUTOFINANZIAMENTO

• **Riassumendo:** il livello di CCN dovrebbe tendere a zero perché vuol dire che gli investimenti della gestione corrente sono finanziati interamente dai debiti correnti e ciò permetterebbe di abbassare il CIN e, conseguentemente, le pretese finanziarie che richiede.

-> SE
CCN=0
L'IMPRESA
DEVE ESSERE
UN OROLOGIO
SVEVICO
(DEBITI DE
SCADERE PRIMA
DEI DEBITI)

La condizione affinché $CCN=0$ (i debiti correnti coprono il fabbisogno finanziario di capitale circolante) è che l'impresa sia un "orologio svizzero": i crediti devono scadere prima dei debiti, cioè bisogna essere in grado di avere la necessaria disponibilità per adempiere prontamente ai debiti correnti e il magazzino di materie/prodotti deve mostrare segni di vitalità (misurati dagli indici di rotazione).

Le voci dello Stato Patrimoniale possono essere suddivise, nell'ambito di una struttura "funzionale", in:

- **Attivo Operativo** = $CCN + AF$: la somma di attivo corrente e attivo fisso,
- **Attivo Extra-Operativo**: tutto ciò che attiene alla gestione delle attività non caratteristiche e genera reddito operativo.

Ipotizzando di scindere le attività operative da quelle extra-operative si otterrebbe una struttura "per funzioni" leggermente diversa che permette di confrontare i rendimenti di determinate attività tipiche che costituiscono l'Attivo Operativo con quelli di tutte le attività e gli investimenti non attinenti al circuito industriale e/o produttivo dell'impresa che rientrano nell'Attivo Extra-Operativo.

Tra le attività extra-operative si distinguono:

- o altri crediti correnti,
- o attività accessorie e/o non operative di natura finanziaria o immobiliare come ad esempio al gestione di un portafoglio titoli, i titoli held for trading e la gestione derivati o investimenti in c/c bancari;
- o crediti finanziari extra-gruppo
- o crediti finanziari verso società del gruppo e partecipazioni di controllo.

Le partecipazioni (immobilizzazioni finanziarie) non sempre sono "extra-operative": fanno parte dell'attivo operativo se le partecipate hanno legami con l'impresa di tipo economico-commerciale-produttivo basati sui ricavi di vendita; in altre parole, le partecipazioni non incidono contabilmente sul reddito operativo ma livelli di reddito o efficienza più alti possono essere merito della partecipata e potrebbero derivare dai legami tecnico-industriali con essa.

Si tratta di un'analisi troppo ambiziosa per essere svolta partendo dal semplice bilancio per la limitatezza degli indici a disposizione.

| ATTIVO A BREVE TERMINE | | ATTIVO A MEDIO-LUNGO TERMINE | | ATTIVO A BREVE TERMINE | | ATTIVO A MEDIO-LUNGO TERMINE | |
|------------------------|----------|--------------------------------|-------------|------------------------|-------------------------|------------------------------|--|
| Liquidità immediate | depositi | attività finanziarie | disponibili | liquidità differite | a) crediti correnti | b) crediti di finanziamento | |
| Attivo a breve termine | | impegni a breve termine | | debtors correnti | debiti di finanziamento | passività presunte | |
| | | TOTALE IMPEGNI A BREVE TERMINE | | | | | |
| | | Debiti consolidati | | | | | |
| | | Debiti correnti | | | | | |
| | | debiti di finanziamento | | | | | |
| | | passività presunte | | | | | |
| | | TOTALE DEBITI CONSOLIDATI | | | | | |
| | | Capitale netto | | | | | |
| | | Capitale di conferimento | | | | | |
| | | capitale di risparmio | | | | | |
| | | reddito destinato a riserva | | | | | |
| | | TOTALE CAPITALE NETTO | | | | | |
| | | TOTALE FONTI | | | | | |

| Investimenti | | Fonti | |
|------------------------|----------------------|-----------------------------|----------------|
| Attivo a breve termine | liquidità immediate | debiti a breve termine | DEBITI |
| | Liquidità differite | debiti a m/l termine | |
| | Rimanenze | Capitale di conferimento | |
| Attivo a medio termine | Attivo immobilizzato | Capitale di risparmio | CAPITALE NETTO |
| | | Reddito destinato a riserva | |
| | | | |

All'interno delle attività (investimenti) fanno parte dell'attivo a breve termine:

- **Liquidità immediate:** prontamente disponibili o convertibili in moneta (cassa, depositi bancari e postali, portafoglio titoli);
- **Liquidità differite:** tutti i crediti destinati ad essere convertiti in cassa entro 12 mesi indipendentemente dalla loro natura: sia di funzionamento sia di finanziamento;
- **Rimanenze:** assunzione che tutte le rimanenze siano convertibili in cassa entro 12 mesi (questo è vero per i prodotti, mentre non è così chiaro per le materie prime per le quali bisognerebbe calcolare e vedere quanto dura mediamente il circuito produttivo).

L'attivo a medio-lungo termine è costituito da **Attività finanziarie a media-lunga scadenza (o Attivo Immobilizzato)** che comprendono le immobilizzazioni finanziarie (partecipazioni di controllo, titoli immobilizzati, crediti finanziari a m/l scadenza, crediti di funzionamento che scadono oltre i 12 mesi).

[per convenzione le immobilizzazioni tecniche immateriali sono nell'attivo recuperabile a medio-lungo termine]

Alcune **differenze rispetto al criterio funzionale:**

- Cambia l'ottica di classificazione di crediti e debiti:**
 - nel **criterio per funzioni** si distingue tra crediti/debiti legati al funzionamento quotidiano del ciclo produttivo (correnti), e quelli correlati a investimenti tecnico-strutturali (finanziari o non correnti), indipendentemente dalla loro scadenza;
 - nel **criterio del tempo** si individuano le stesse grandezze in base alla scadenza:
 - **Attività a breve termine:** comprende le rimanenze convertibili in denaro entro 12 mesi, le liquidità immediate e le liquidità differite per le quali occorre attendere la scadenza affinché si convertano in moneta (es. crediti correnti o finanziari scadenti entro 12 mesi);
 - **Attività a medio-lungo termine:** FFR e immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie;
 - **Passività a breve termine:** debiti correnti, passività presunte a breve termine e debiti finanziari scadenti entro 12 mesi (ad esempio scoperti di c/c);

- *Passivo consolidato*: debiti finanziari consolidati (es. mutui), passività presunte destinate ad essere pagate oltre i 12 mesi e debiti generati dallo svolgimento del ciclo produttivo (teoricamente "correnti") ma scadenti formalmente oltre i 12 mesi (sostanzialmente "non correnti");
- *Patrimonio Netto*: va osservato che la parte di utile destinato a dividendo è un debito v/azionisti e va ricompreso negli impegni a breve termine.

2.1.3. Riclassificazione "qualitativa" dello S.P. (rapporto tra fabbisogno finanziario e forme di copertura)

Tale struttura è un approfondimento dell'aspetto finanziario, che permette di analizzare le relazioni tra investimenti e fonti in termini qualitativi, e può essere realizzato attraverso un'indagine sulle caratteristiche degli investimenti e dei relativi fabbisogni finanziari e delle loro forme di copertura (fonti).

A tal fine risulta utile una riclassificazione delle componenti sulla base del fabbisogno manifestato dagli investimenti al fine di stabilire una corretta copertura ed individuare:

- *Gli investimenti in relazione alla loro destinazione* (immobilizzazioni, disponibilità);
- *Le fonti in relazione al tipo di vincolo* (capitale permanente, debiti consolidati e a breve termine).

| | Tipo di fabbisogno finanziario | Forme di copertura |
|------------------|---|--|
| IMMOBILIZZAZIONI | DUREVOLE STABILE | Capitale Permanente (OP. PERMANENTI DI PROPRIETA') |
| | DUREVOLE VARIABILE | Passivo Consolidato (DEBITI FINANZIARI E PASSIVITÀ) |
| DISPONIBILITÀ | TEMPORANEO | Passivo a breve (DEBITI CORRENTI PASSIVITÀ A BREVE) |
| | CASH FLOW GESTIONE CORRENTE (ACQUISTI/INCHIESTA) | IRREGOLARE E SOSPENSE ALI SQUORRA |

Per indagare l'adeguata correlazione tra investimenti e fonti di finanziamento si parte dall'individuazione delle caratteristiche del fabbisogno finanziario generato dagli investimenti e dalle caratteristiche delle forme di copertura di tale fabbisogno, vediamo come.

Le "IMMOBILIZZAZIONI" intese in senso economico-aziendale costituiscono investimenti che non possono essere distolti dall'economia dell'impresa perché si avrebbero effetti negativi sui volumi produttivi e di vendita.

Essendo investimenti permanentemente presenti e durevolmente impiegate nell'economia dell'impresa, devono essere finanziati con idonee ed opportune forme "durevoli" di copertura ed a tal proposito,

possono essere divise in due sottoclassi in base al fabbisogno finanziario generato che risulta essere sempre a carattere durevole:

Generano un fabbisogno di tipo durevole stabile: è costante nel corso del tempo e si riferisce sia a componenti di attivo fisso come i FFR non soggetti ad ammortamento (es. immobili e terreni o FFR immateriali nell'ottica IAS che usa l'*impairment test*), partecipazioni "strategiche" di controllo in altre aziende, crediti finanziari concessi a consociate e non riscossi periodicamente, titoli finanziari destinati a permanere nel medio-lungo termine; sia a componenti del CCL come investimenti fisiologici in scorte, crediti v/clienti fisiologici, scorte monetarie liquide (sono immobilizzati in senso economico perché sempre presenti in impresa in misura mediamente stabile attraverso un recupero e costituzione approssimato come andamento semi-costante:

- Generano un fabbisogno di tipo durevole variabile-decrescente: FFR soggetti ad ammortamento (materiali e immateriali) il cui investimento viene recuperato attraverso i ricavi, crediti di finanziamento con recupero progressivo annuale, investimenti accessori finanziari e patrimoniali "permanententi".

Il tipo di fabbisogno e la forma di copertura scelta devono essere correlati e compatibili in quanto altrimenti potrebbero generare squilibri finanziari e tensioni; in una struttura equilibrata le immobilizzazioni che generano un fabbisogno finanziario di tipo durevole stabile dovrebbero essere finanziate con capitale permanente (capitale di proprietà esclusi gli utili a dividendo, debiti fisiologici v/fornitori, benefici ai dipendenti-TFR esclusa la parte destinata ad essere pagata entro l'anno).

Le immobilizzazioni che generano un fabbisogno finanziario di tipo durevole variabile invece dovrebbero essere finanziate con passivo consolidato (passività e debiti di finanziamento a medio-lungo termine).

Le "DISPONIBILITÀ" sono investimenti a carattere residuale (tutto ciò che non rientra tra le immobilizzazioni) e possono essere distolte dall'economia d'impresa senza generare effetti negativi su essa; generano un fabbisogno temporaneo e sono tipicamente investimenti in titoli (non operativi), crediti e scorte per la parte eccedente quella fisiologica.

Le disponibilità che si legano a un fabbisogno finanziario di tipo temporaneo dovrebbero essere coperte con il passivo a breve che è costituito da debiti a breve termine o a vista, quote in scadenza di debiti a lungo termine per la parte eccedente quella fisiologica o quote in scadenza di benefici ai dipendenti (TFR).

Un enorme importanza riveste il cash flow della gestione corrente (elemento dinamico) che può essere utilizzato per riequilibrare e sopperire ai diversi squilibri che eventualmente si generano in un dato momento, ma il modo in cui esso è usato vincola le altre decisioni finanziarie.

Conclusioni: tale struttura di riclassificazione dello Stato Patrimoniale rappresenta una sintesi intermedia tra quella "per funzioni" e quella "per il tempo di recupero" in quanto ci fornisce informazioni su come dovrebbero essere strutturati gli investimenti e le fonti di finanziamento affinché si creino adeguate correlazioni tra essi.

Il punto critico della classificazione è rappresentato dalla determinazione (non agevole) della quota "fisiologica" dei crediti di funzionamento e delle scorte di materie perché la teoria vuole sia agganciato ad un livello di operatività ed attività d'impresa che però non si conosce nell'esatto ammontare: servirebbe una serie storica abbastanza lunga mediante la quale si possano costruire medie ponderate di tali elementi rispetto alla variabile ricavi (come indicatore dei livelli di attività).

Tale struttura ci permette di indagare il motivo di un CCN molto positivo, ad esempio, quando si registra un aumento delle scorte in magazzino: indaga se deriva da scorte fisiologiche e quindi dovrebbe essere finanziato con il capitale permanente oppure se non deriva da scorte fisiologiche e dovrebbe essere finanziato dal passivo a breve termine.

2.2. INDICI E MARGINI (concetti generali)

N.B. UN'IMPORTANTE DIFFERENZA: gli indicatori di S.P. sono calcolati come differenza tra le voci, ma vediamo un attimo quali tipi di indicatori possono essere elaborati a seconda delle operazioni matematiche fatte con le variabili:

- **Margine:** esprime la variazione assoluta di un fenomeno come differenza (o somma algebrica) tra due o più grandezze ed ogni margine è convertibile in indice;
- **Indice:** esprime la variazione relativa di un fenomeno come rapporto tra le componenti del margine o, in generale, tra componenti.

In sostanza margine ed indice si compongono delle stesse voci, ma la differenza sta nel fatto che il margine ne fa la differenza mentre l'indice li pone a rapporto.

L'analisi finanziaria è suddivisa in tre segmenti:

1. **Rielaborazioni e riclassificazioni di Conto Economico e Stato Patrimoniale** che si possono utilizzare sia per esaminare le composizioni percentuali ed effettuare analisi di efficienza ed elasticità, sia per le variazioni temporali attraverso il calcolo di rapporti incrementali;
2. **Sistema di indicatori** che permettono di fare approfondimenti sulla redditività e analizzare la struttura finanziaria in modo puntuale (leverage e controllo degli investimenti);
3. **Rendiconti finanziari** utili per ricostruire le politiche finanziarie e analizzare il contributo della gestione corrente agli equilibri finanziari: sono gli impieghi intesi come aumento di investimenti o riduzione delle fonti e le fonti come modalità di reperimento delle risorse necessarie a coprire il fabbisogno e che possono essere interne (autofinanziamento) ed esterne (aumenti di passività, di capitale o dismissione di investimenti).

Le Analisi di efficienza consistono nel vedere, all'interno del C.E., quanto pesano le singole categorie di costo rispetto al fatturato di vendita (posto uguale a 100) e permettono di analizzare le politiche industriali dell'impresa mostrandoci quanto ha guadagnato o perso in termini di efficienza nello svolgimento della combinazione produttiva.

Le Analisi di elasticità, tenendo presente che è più elastica un'impresa dove sono preponderanti gli investimenti di natura corrente rispetto a quelli immobilizzati appartenenti alla struttura tecnico-operativa, si riferiscono alla percentualizzazione "verticale" delle voci di S.P. e consentono di analizzare l'elasticità/rigidità degli investimenti e le caratteristiche delle fonti di finanziamento.

[L'elasticità può essere:

STRATEGICA: capacità dell'azienda di cambiare il proprio rapporto con l'ambiente in relazione alla variabilità interna, ambientale ed alle sue evoluzioni;

OPERATIVA: capacità di cambiare comportamento in modo da cogliere gli obiettivi prefissati, pur in presenza di continuità strategica,;

STRUTTURALE: grado di adattabilità dell'impresa alle nuove situazioni del ciclo produttivo in relazione ai tipi di fattori produttivi utilizzati.]

Per raggiungere tali obiettivi **si elabora un sistema di indicatori** atti ad analizzare e approfondire le cause della redditività (in C.E.) e la struttura di investimenti e finanziamenti (S.P.), distinti in tre macro-categorie:

• **DI COMPOSIZIONE**: analizzano investimenti e finanziamenti nella loro composizione percentuale, partendo dagli schemi riclassificati e leggendo "verticalmente" il C.E. (analisi di efficienza) e lo S.P. (analisi di elasticità) come ad esempio il tasso di incidenza della liquidità o del capitale circolante sul totale attività, l'incidenza del capitale di proprietà sul totale delle fonti ecc...;

• **DI CORRELAZIONE**: sono indici tipici dello Stato Patrimoniale ed il loro obiettivo è di indagare le correlazioni tra investimenti e finanziamenti, tra sezioni e grandezze diverse presenti nello stesso riclassificato, focalizzandosi solitamente sul confronto tra classi e tipologie di investimenti e relative fonti di finanziamento in modo da verificare se sono coerentemente e correttamente finanziati e se c'è equilibrio finanziario;

• **DI REDDITIVITÀ**: approfondiscono le analisi della redditività correlando e confrontando i dati emersi dai C.E. con i dati di S.P. al fine di confrontare e definire i rendimenti degli investimenti che hanno generato quel reddito (es. ROE che è il più sintentico, ROI, tassi di rotazione ecc...).

2.3. ANALISI DELLA "STRUTTURA" FINANZIARIA

Il concetto di struttura fa riferimento ad un'analisi puntuale e statica, delle macro-categorie di investimenti e finanziamenti, fatta in un certo istante o in un momento specifico su variabili stock, a differenza del concetto di situazione finanziaria che è un concetto di analisi delle variabili, che costituiscono la struttura dei finanziamenti, più dinamica e proiettata al futuro.

STRUTTURA FINANZIARIA: ESAME IN UN DETERMINATO MOMENTO DELLE AZIANDI CHE SUSSISTONO TRA STRUTTURA DEGLI INVESTIMENTI

Attenzione! Materiale coperto da copyright ©, ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale ai sensi della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633).

L'analisi della struttura finanziaria permette di esaminare le relazioni che sussistono in un dato momento tra la struttura e le singole categorie di investimenti e i correlati finanziamenti e quanto essi, singolarmente, pesino sul loro ammontare complessivo.

Ha le seguenti **finalità e obiettivi**:

- Verificare il grado di correlazione tra struttura ed elasticità degli investimenti e dei finanziamenti in un determinato momento mirando a stabilire convenienti relazioni tra essi tramite indicatori di correlazione;

- Stabilire convenienti relazioni tra capitale proprio e capitale di prestito tenendo conto sia delle diverse tipologie di fabbisogno (durevole stabile vs. durevole variabile), sia dei rendimenti/remunerabilità del primo e dell'onerosità del secondo.

Queste relazioni vengono valutate attraverso indicatori e margini di struttura finanziaria e spesso fanno uso anche di elementi esterni provenienti dall'analisi economica come i rendimenti degli investimenti e/o l'onerosità dei finanziamenti.

L'analisi della struttura finanziaria utilizza una serie di indicatori che approfondiscono la redditività e ci spinge verso l'analisi del *Leverage* (grado di indebitamento che mostra in che modo si finanziano gli investimenti) e delle tecniche di controllo degli investimenti che possono essere effettuate sulla base delle variabili stock di Stato Patrimoniale o tramite il calcolo degli indici di rotazione relativi al recupero e alla ricostituzione degli investimenti.

2.3.1. Indici e Margini di COMPOSIZIONE e CORRELAZIONE

Gli indici di composizione che emergono dall'analisi di Stato Patrimoniale misurano il grado di elasticità degli investimenti e dei finanziamenti, le relazioni tra essi ed aprono alla tematica dell'indebitamento e all'analisi di *solidità patrimoniale*.

Gli indici di correlazione mettono in relazione investimenti e finanziamenti e mirano a capirne il DNA, cioè che tipo di fabbisogno finanziario generano gli investimenti per poi trovare l'ideale forma di copertura.

Sono individuabili tre macro-categorie di indici che consentono di analizzare la struttura dell'impresa nell'ottica descritta:

- *il Capitale Circolante Netto (CCN)* già visto,
- *il grado di elasticità degli investimenti*,
- *il grado di elasticità dei finanziamenti*,
- *la solidità patrimoniale*

2.3.1.1. Indici del grado di elasticità degli investimenti e dei finanziamenti

Il grado di elasticità degli investimenti va contestualizzato alla situazione corrente rapportandolo al mercato e consiste in un'analisi della politica del capitale circolante come ad es. di crediti commerciali e scorte di magazzino (rapporto col mercato).

Il grado di elasticità dei finanziamenti studia il peso del capitale proprio, dei debiti di finanziamento e dei debiti correnti.

A questa categoria appartengono due indicatori che si calcolano partendo dalla struttura "funzionale" di stato patrimoniale:

a) il Margine di Struttura (MS) "finanziario" ha lo scopo di legare investimenti e fonti dello stesso tipo ed è un dato interessante che dall'esterno non si riesce a calcolare, come rapporto tra immobilizzazioni (è "immobilizzato" un investimento che è sempre presente nella struttura degli

investimenti e che imprime alle risorse finanziarie un vincolo di destinazione) e capitale permanente (capitale netto ma anche debiti v/fornitori a livello fisiologico):

$$MS = \text{Capitale Netto} - \text{Attivo Fisso} \text{ (a medio-lungo termine)}$$

esprimibile anche mediante un indice, l'indice di auto-copertura dell'attivo fisso che relativizza la differenza tra le due grandezze:

$$\frac{\text{Capitale Netto}}{\text{Attivo Fisso}}$$

Indicano quanta parte delle immobilizzazioni è finanziata con il Capitale Netto (o mezzi propri):

- Se *positivo* (>1) le immobilizzazioni sono interamente finanziate con mezzi propri, che finanziano anche una parte dell'attivo circolante (situazione ottimale)

- Se *negativo* (<1) le immobilizzazioni non sono finanziate totalmente dai mezzi propri, ma anche attraverso fonti di copertura come passività consolidate (debiti di finanziamento onerosi) e passività correnti (0,7-0,8 circa è una situazione accettabile purché la parte non coperta da Capitale Netto sia coperta da passività consolidate).

→ D,
SCARTE
RECAVO

Il Capitale Netto va destinato al finanziamento di tutti gli investimenti che hanno un fabbisogno costante nel tempo, a dimostrazione del fatto che il C.N. ha un DNA genetico di risorsa durevolmente vincolata all'impresa in maniera stabile nel tempo.

Gli indicatori in oggetto, quindi, esprimono una correlazione tra il C.N. (inteso come risorse stabilmente avvinte all'economia dell'impresa) e gli investimenti con fabbisogno durevole stabile come l'attivo fisso e non solo: partecipazioni, FFR non soggetti ad ammortamento, immobili, crediti finanziari rimborsabili tra 5 anni.

Fanno parte delle componenti con fabbisogno durevole stabile anche i crediti v/clienti e scorte fisiologici che devono sistematicamente perdurare affinché vengano tenuti inalterati i livelli di attività.

Ricapitolando: La sommatoria degli elementi che costituiscono le immobilizzazioni forma l'Attivo Fisso, cioè l'insieme degli investimenti che non possono essere distolti dall'economia dell'impresa pena il verificarsi di effetti negativi nell'attività (cit. Cavalieri).

Dentro il concetto di "immobilizzazione" è possibile distinguere tra quelle che generano fabbisogno durevole stabile e quelle che generano fabbisogno durevole variabile (decescente).

N.B.

Il Capitale Netto dovrebbe utilizzato come fonte per gli investimenti immobilizzati che generano un fabbisogno durevole stabile (principalmente scorte di FFS fisiologiche, crediti commerciali fisiologici) e per le immobilizzazioni che generano un fabbisogno durevole variabile (principalmente quote ammortamento di FFR materiali e immateriali, crediti di finanziamento) e andrebbero coperte dal passivo consolidato, a condizione che ci sia sostenibilità economica di tale indebitamento.

Gli oneri conseguenti alle passività sono rappresentati dagli interessi che, insieme alle quote capitale del prestito, andrebbero idealmente coperti da un'eccedenza del Capitale Netto resasi disponibile grazie alla decrescenza delle quote di ammortamento delle immobilizzazioni e destinata alla copertura dell'onerosità d'interessi.

In riferimento alla sostenibilità dell'indebitamento si può usare l'indice Oneri finanziari / Ricavi che serve alla verifica che gli oneri finanziari non assorbano troppi ricavi: se da questo indice si evidenzia una insostenibilità del passivo consolidato ci si rivolge al capitale netto anche se questa non è una scelta ottima ("second best") avendo definito il C.N. come fonte per fabbisogni durevoli stabili.

Il problema è che la determinazione del livello fisiologico degli investimenti è di difficile quantificazione che porta l'analista a preferire utilizzare l'attivo fisso, anche se quella non è una scelta ottimale.

Se il margine di struttura viene negativo si deve passare al concetto di margine di struttura allargato che comprende anche i debiti finanziari, basandosi sul fatto che nell'attivo fisso ci sono elementi

che generano un fabbisogno di finanziamento di tipo durevole variabile e che sono agganciate al passivo consolidato.

b) il Margine di Struttura Allargato (MSA):

$$MSA = \text{Capitale Netto} + \text{Debiti finanziari a medio e lungo termine (consolidati)} - \text{Attivo Fisso}$$

[Nota: nel capitale netto c'è anche l'utile e la parte destinata a dividendi non è strettamente vincolata all'impresa quindi di solito lo si sottrae dal capitale netto]

Nel 90% dei casi il margine di struttura è quasi sempre negativo (il C.N. non copre totalmente l'Attivo Fisso), ma questo non comporta necessariamente una struttura finanziaria squilibrata e quindi per fare un'analisi approfondita ed integrata si prende in considerazione l'indice di auto-copertura allargato dell'attivo fisso:

$$\frac{\text{Capitale Netto} + \text{Debiti finanziari a medio e lungo termine (consolidati)}}{\text{Attivo Fisso}}$$

Nell'Attivo Fisso ci sono diversi componenti: Capitale Netto, Partecipazioni, FFR materiali (oggetto di ammortamento) ed immateriali (a vita definita e a vita indefinita come l'avviamento e gli altri oggetto di impairment test)

- Se *positivo* (>1): le immobilizzazioni sono interamente finanziate con il passivo permanente (Capitale Netto + Passivo Consolidato) che finanzia anche una parte dell'attivo circolante ed è sintomo di buona solidità finanziaria; è importante anche per assorbire situazioni di illiquidità dell'attivo circolante (crediti inesigibili o rimanenze invendibili o inutilizzabili) senza arrecare un pregiudizio all'equilibrio finanziario.

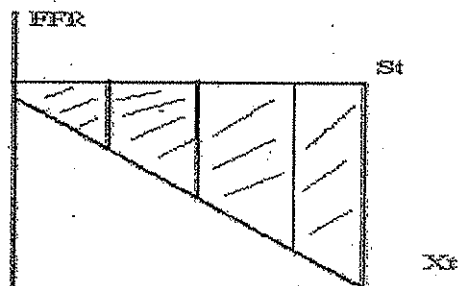
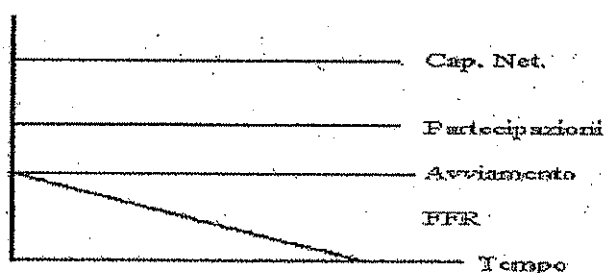
- Se *negativo* (<1): le immobilizzazioni (che tornano in forma liquida gradualmente ed oltre l'anno) sono finanziate anche tramite passività correnti/a breve termine e ciò comporta una solidità insoddisfacente e un rischio di insolvenza → l'azienda si trova nell'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni e la continuità dell'attività dipenderà dalla capacità di rinnovare continuamente le passività correnti tenendo conto anche del fatto che se si va oltre un certo indebitamento la banca chiuderà i rubinetti!).

L'obiettivo dell'analisi della struttura finanziaria è di scegliere un'ideale forma di copertura a seconda del tipo di investimento in modo da stabilire convenienti relazioni tra elasticità degli investimenti e dei finanziamenti.

La struttura finanziaria rimane equilibrata se pur non riuscendo a coprire tutto il fabbisogno finanziario generato dall'Attivo Fisso tramite il Capitale Netto, si può far leva sui debiti di finanziamento a media-lunga scadenza sfruttando il fatto che nell'A.F. ci sono componenti con fabbisogni di diversa natura ed andamento (C.N., Partecipazioni, FFR) e di queste, gli FFR si dividono in "a vita definita" con andamento decrescente e "a vita indefinita" (avviamento e altri oggetto di *impairment test*) che hanno andamento costante.

Sul primo tipo di FFR oggetto di ammortamento si nota che i ricavi derivanti dall'investimento generano liquidità che può essere reinvestita (grafico a destra).

attivo fisso



N.B.: se il Margine di Struttura Allargato è positivo la somma tra Capitale Netto e Debiti Consolidati va a finanziare il CCN per lo più formato da immobilizzazioni che generano un fabbisogno durevole – stabile come ad esempio scorte fisiologiche di FFS, prodotti e crediti.

Il margine di struttura generalmente è negativo e lo è sicuramente se anche il margine di struttura allargato è minore di zero, ma ciò non è di per se preoccupante; al contrario, il MSA deve essere positivo per assicurare gli equilibri finanziari e se è negativo ci si deve preoccupare perché si finanzia la struttura operativa prevalentemente con indebitamento a breve rischiando di generare tensioni finanziarie e squilibri strutturali.

Usare i debiti onerosi a breve termine per coprire gli investimenti in FFR è quindi molto rischioso e può essere fatto solo sotto due condizioni necessarie e molto stringenti:

- L'azienda chiude in pareggio di bilancio: se così non fosse salterebbe anche l'equilibrio economico;
- Coverage (= $\text{Reddito Operativo} / \text{Oneri Finanziari}$) > 1: è un altro indice che indica la sostenibilità economica degli oneri finanziari da indebitamento (interessi passivi).

2.3.1.2. Indici di Solidità Patrimoniale

Lo studio della solidità patrimoniale mira a comprendere se la configurazione del patrimonio aziendale conferisce all'azienda la capacità di tenere in equilibrio entrate ed uscite monetarie nel medio-lungo termine attraverso l'analisi del grado d'indipendenza finanziaria o di indebitamento:

a) grado d'indipendenza finanziaria (indice di composizione): è calcolato come rapporto tra il capitale netto e quello investito (totale fonti di finanziamento) ed indica quanta parte del capitale investito è finanziata ricorrendo al capitale di proprietà, o anche quanto pesa il capitale netto sul totale del capitale investito in termini di composizione (statisticamente è circa 1/3):

$$\text{Capitale Netto} / \text{Capitale Investito} \quad \text{o} \quad \text{C.N.} / \text{C.I.}$$

Dipende dal tipo di processo produttivo, dal settore e dalla composizione degli investimenti: aziende diverse operanti nello stesso settore possono avere incidenza diversa del C.N. sul C.I. perché hanno una diversa struttura degli investimenti, ossia approcciano allo stesso settore con modelli di business differenti).

Quanto più pesa il capitale di risparmio e tanto più utili ci sono a finanziare la crescita, mentre se è più alto il capitale sociale significa che gli utili sono stati distribuiti a dividendo per aumentare il valore delle azioni nel breve periodo e renderle "interessanti" sul mercato, ma quest'ultima casistica dove C.N./C.I. è dovuto maggiormente al valore del capitale sociale, non è positiva.

b) grado d'indebitamento: è calcolato come rapporto tra debiti e capitale investito ed indica quanta parte del capitale investito è finanziata ricorrendo al debito, o anche quanto pesano i debiti totali sul capitale investito (statisticamente è circa 2/3):

$$\text{Debiti totali} / \text{Capitale Investito} \quad \text{o} \quad \text{Debiti} / \text{C.I.}$$

[Dove C.I. = Totale Fonti per identità tra attivo e passivo, quindi si può riscrivere:

$$\text{Debiti Correnti} / \text{Totale Fonti} + \text{Debiti Finanziari} / \text{Totale Fonti},$$

di cui $\text{Debiti Finanziari} / \text{Totale Fonti} = \text{debiti a breve} + \text{debiti a medio-lungo termine}$]

Dipende da fattori e calcoli di convenienza economica che spostano l'indipendenza finanziaria verso un maggior grado d'indebitamento o viceversa, determinando un cambio di preferenza del capitale verso il debito o viceversa.

Sono due indici complementari, la loro somma è pari a 1, tanto più c'è indipendenza tanto minore è il grado di indebitamento (se uno cresce l'altro diminuisce).

Esiste un altro indice:

$$\text{Capitale Netto} / \text{Debiti totali} \quad \text{o} \quad \text{C.N.} / \text{Debiti}$$

che è il rapporto tra capitale netto e debiti ed indica di quanto, il capitale netto, è più basso rispetto agli stessi; se questo indice è uguale a 1 allora le due grandezze coincidono e gli altri due indici saranno ciascuno pari a 0,5; ciò significa che l'impresa riesce a rimborsare tutti i debiti con il capitale netto.

Non basta conoscere il grado di indebitamento e la struttura temporale dei debiti, ma bisogna anche sapere quanto pesano quelli correnti e quanto quelli finanziari.

Dall'analisi degli indici di composizione nascono politiche d'azienda correlate a fattori di variabilità temporale e ad un aumento del grado di patrimonializzazione legato a:

- Politiche di autofinanziamento derivante dagli utili: se l'azienda va bene, non distribuire la maggior parte degli utili sotto forma di dividendi, significa reinvestirli e aumentare l'ammontare di Capitale Netto (C.N.), e ciò influenza il grado d'indebitamento riducendolo perché consente di non ricorrere ad ulteriori risorse di prestito;
- Politiche di pay-out: maggiori sono i dividendi distribuiti e minore sarà il capitale netto come fonte di finanziamento nell'ambito della composizione delle fonti; con $pay-out = 1$ sono distribuiti tutti gli utili e non c'è autofinanziamento (l'impresa non investe tramite risorse proprie), perciò se gli investimenti aumentassero dovrebbero essere finanziati a debito, aumentando il grado d'indebitamento;
- Contrarre gli investimenti a parità di capitale;
- Aumentare il capitale sociale attraverso nuovi conferimenti (emissione nuove azioni)
- L'andamento e dalle condizioni di mercato soprattutto in riferimento ai tassi d'interesse che causano oneri finanziari ed alla conseguente incidenza di questi sui ricavi (effetto leva): con tassi d'interesse bassi, le imprese hanno una preferenza per l'indebitamento, piuttosto che per l'aumento di capitale (purché la società possa sostenere tale indebitamento in termini economici e monetari), perché risulta meno oneroso ed ha un incidenza minore, ossia deve essere tale che gli oneri finanziari non assorbano troppi ricavi.

Anche in questo caso l'obiettivo dell'analisi della struttura finanziaria è di scegliere un'ideale forma di copertura a seconda del tipo di investimento in modo da stabilire convenienti relazioni tra capitale proprio e capitale di prestito tenendo in considerazione la remunerabilità del primo e l'onerosità del secondo.

2.4. ANALISI DELLA "SITUAZIONE" FINANZIARIA

La situazione finanziaria consiste in un analisi dinamica e prospettica utile ad analizzare come si evolverà la struttura finanziaria proiettandola "dinamicamente" al futuro attraverso l'esame delle relazioni che in un certo periodo di tempo si sono sviluppate o si svilupperanno tra flusso di impieghi e flusso di fonti tramite indicatori e margini di situazione e in più i rendiconti previsionali.

La situazione finanziaria permette di analizzare la capacità di generare flussi di cassa (cash flow) nella gestione corrente, che pongono l'impresa in equilibrio finanziario, e di verificare la capacità di generare autofinanziamento non del tutto spendibile in quanto può servire anche per finanziare la gestione corrente (non è detto che si tratti di risorse prontamente spendibili).

La "situazione finanziaria", essendo una situazione prospettica, evidenzia margin di situazione finanziaria e può far uso anche di rendiconti finanziari per la ricostruzione delle politiche dell'impresa (impieghi vs. fonti) o per la determinazione del contributo della gestione corrente agli equilibri finanziari come il cash flow di gestione corrente.

Parte dal controllo della tesoreria per poi esaminare la liquidità della gestione corrente attraverso margini e relativi indici che implicano una rielaborazione dei debiti e crediti in funzione della loro scadenza temporale. Anche per la "situazione" finanziaria esistono appositi margini e indici.

Il peso del capitale di proprietà rispetto al totale delle fonti dipende dalla morfologia degli investimenti e, sebbene mediamente tra le imprese quotate sia pari al 33%, non esiste una relazione ideale valida universalmente.

Se l'elasticità agli investimenti è bassa si ha una struttura molto rigida che recupera nel lungo termine le risorse investite e quindi necessita di un contributo maggiore in termini di capitale di

proprietà rispetto ad un'iniziativa imprenditoriale di tipo commerciale, anche se molto dipende anche dalla tipologia di settore in cui operano le imprese che può determinare una diversa struttura di partenza.

Gli obiettivi dell'analisi di situazione finanziaria connessi alla liquidità ed economicità della gestione mirano a verificare l'attitudine dell'impresa di fronteggiare tempestivamente ed in modo economico le uscite imposte dalla gestione, cioè la capacità di disporre economicamente ed in ogni istante dei mezzi di pagamento necessari per alimentare la gestione.

→ FRONTeggiare LE USCITE DELLA GESTIONE
DISPORRE DEI MEZZI PER ALIMENTARE LA GESTIONE

2.4.1. Indici e Margini di COMPOSIZIONE e CORRELAZIONE

Il controllo di tesoreria fornisce informazioni aggiuntive (controllo degli investimenti e del ciclo monetario) e dalla classificazione per liquidità/esigibilità si possono trovare ulteriori indici e margini che rielaborano debiti e crediti in funzione della scadenza temporale ("per scadenze"):

a) **Margine di Tesoreria** è indice di solvibilità dell'impresa, e misura la capacità dell'azienda di far fronte all'estinzione delle passività correnti tramite l'uso della liquidità totalmente disponibile (differita e immediata):

È L'ATTITUDINE DELL'IMPRESA DI FAR FRONTE ALLA ESTINZIONE DELLE PASSIVITÀ CORRENTI NEL BREVE TERMINE.

Liquidità Immediate + Liquidità Differite - Impegni (o passività) a breve termine

Se l'attivo a breve copre gli impegni a breve l'impresa è destinata a vivere, ma se l'attivo a breve non copre gli impegni l'azienda è destinata ad avere tensioni finanziarie e non ci si può fare affidamento.

Il margine di tesoreria è spesso negativo ma questo non significa che l'impresa è sicuramente insolvente, infatti, per dare un giudizio completo sull'equilibrio finanziario (solvibilità) occorre analizzare dinamicamente i rendiconti, ed in particolare verificare la capacità della gestione di generare autofinanziamento (e quanto è disponibile e quanto è spendibile) e la capacità della gestione di generare cash flow.

ANALIZZARE I RENDICONTI CAPACITÀ DI GENERARE AUTOFINANZIAMENTO

| | | |
|--------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| LIQUIDITÀ IMMEDIATE (L1) | IMPEGNI A BREVE TERMINE (E) | |
| LIQUIDITÀ DIFFERITE (L0) | DEBITI CONSOLIDATI (D) | Margine di Tesoreria (L1-L&E) |
| LIQUIDITÀ RIMANENTE (R) | CAPITALE DI CONFERIMENTO (C) | Margine di Struttura (C-N-E) |
| ATTIVO MEDIO-LUNGO TERMINE (A) | CAPITALE DI RISPARMIO (Cn) | |
| | LITTI DI ESERCIZIO (R&D) | |

[Esempio -- Margine di tesoreria = -2 mld significa che entro 12 mesi l'impresa deve trovare questi soldi ed è necessario fare un'analisi dinamica, che tenga conto delle prospettive che l'azienda ha: ...]

• Se la gestione corrente genera (cash flow = 8 mld) in circa 3 mesi si ripiana il margine negativo riequilibrando la situazione finanziaria (un pezzo del cash flow che verrà generato in futuro dalla gestione corrente è idealmente vincolato al riequilibrio della struttura finanziaria di breve termine);

• Se la gestione corrente genera un (cash flow = 0.5 mld) per ripristinare l'equilibrio l'impresa ci metterà 4 anni e ciò apre alla possibilità di insolvenza nell'anno successivo, per la quale si hanno tre alternative:

- Ristrutturazione del debito da parte delle banche (trasformazione dei debiti a breve in debiti a medio-lungo termine),
- Ristrutturazione degli investimenti (conseguente a quella dei debiti) tramite la dismissione di attività non-core,
- Altrimenti fuga all'estero (Venezuela o Bahamas).]

IL 95% DELLA MASSA FINANZIARIA DI TESORERIA È COSTITUITA DA SCADENZE A BREVE TERMINE

N.B.: Attenzione! Un Margine di Tesoreria positivo può derivare anche da scelte azzardate per coprire nel breve grossi debiti finanziari a scadenza e che rischiano di pregiudicare la futura capacità di generare cash flow, quindi, l'importante è non forzare la liquidità.

Inoltre, tale margine dovrebbe essere ponderato in modo da vedere se al suo interno ci sono eventuali operazioni straordinarie che hanno portato liquidità ma che in realtà non sono operazioni fisiologiche e che quindi possono pregiudicare la capacità dell'impresa di produrre reddito.

Anche il Margine di Tesoreria può essere espresso sotto forma di indice:

- indice di liquidità (o quoziente di tesoreria)

$$\frac{(\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite})}{\text{Passività a breve termine}}$$

- indice "secco" di liquidità:

$$\frac{\text{Liquidità immediate}}{\text{Passività a breve termine}}$$

Esprime il grado di dipendenza dell'equilibrio finanziario di breve termine dal magazzino, cioè la situazione finanziaria che si avrebbe in caso di incaglio nel processo di trasformazione delle rimanenze in forma liquida.

E' un indice molto ambizioso in quanto pretende di prevedere l'andamento futuro sulla base di quello passato: partendo dalla struttura ne estrapola gli effetti cogliendoli dalla rielaborazione dei debiti e dei crediti in funzione della loro scadenza (esigibilità e liquidità), per proiettarli e prevedere gli andamenti futuri in modo da porsi come stimatore predittivo della futura solvibilità dell'impresa.

La sua capacità informativa, come stimatore di solvibilità futura dell'impresa, risulta essere fortemente limitata se lo si considera indipendentemente dagli altri indicatori della dinamica finanziaria; in altre parole, col solo Margine di Tesoreria, non si può analizzare la capacità dell'impresa di disporre in ogni istante dei mezzi di pagamento necessari per alimentare la gestione, ma non si può prescindere da esso e dalle analisi della capacità della gestione corrente di generare autofinanziamento e cash flow.

• Se positivo (>1) potrebbe essere dato da politiche aziendali finalizzate a migliorare la situazione finanziaria a breve termine: le liquidità sono in grado di estinguere le passività correnti, quindi il magazzino viene interamente finanziato dai mezzi propri e/o dalle passività consolidate e l'equilibrio finanziario non dipende dalla capacità del magazzino di tornare in forma liquida nell'arco dell'esercizio successivo → l'equilibrio finanziario non dipende dalle dinamiche di magazzino.

• Se negativo (<1) non determina necessariamente un'insolvenza: le passività correnti contribuiscono al finanziamento delle rimanenze di magazzino e possono essere quindi estinte solo quando una parte delle rimanenze torna in forma liquida → l'equilibrio finanziario dipende dalla capacità del magazzino di trasformarsi in liquidità.

b) Capitale Circolante (CCN) finanziario = Attivo a breve - Impegni a breve

Il CCN finanziario indica quanto le attività a breve coprono le passività a breve; si tende ad escludere le rimanenze dall'analisi degli equilibri di breve termine poiché risentono di valutazioni soggettive e alle quali è collegato un rischio dovuto al fatto che devono essere utilizzate o vendute (in questo caso il margine è di tipo finanziario ma è meno rilevante del margine di tesoreria).

Quando l'obiettivo è valutare la solvibilità dell'impresa il CCNF non serve a molto perché non dà informazioni utili a tale analisi sulla presunta solvibilità attesa futura.

I margini di situazione finanziaria sono riferiti ad una dinamica prospettica e per questo non devono essere analizzati in senso assoluto ma in maniera approfondita correlandoli al cash flow previsionale attinente alla gestione corrente.

Il Margine di Tesoreria in sé non fornisce informazioni relative al controllo della tesoreria, ma partendo da esso e facendo leva sui dati di bilancio si può fare un'analisi della solvibilità dell'impresa, per la quale si deve tener conto anche della velocità con la quale gli investimenti ritornano in forma liquida.

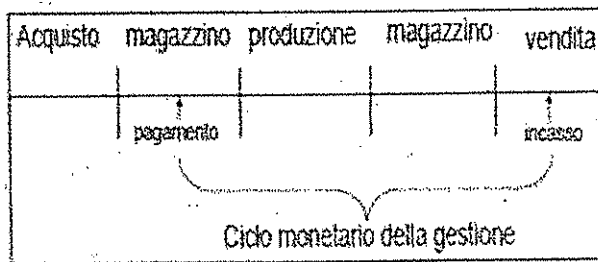
INDICI DI ROTAZIONE ← → STABILIMENTE COLLEGATI ← → INDICI DI GIACENZA MEDIA
 ↓
 COME L'IMPRESA CONTROLLA GLI INVESTIMENTI (COME GIACENZA)
 ↓
 CONTROLLO O CIRCUIZIONE MONETARIA DELLA GESTIONE

Così facendo possiamo ottenere informazioni aggiuntive sfruttando due concetti collegati: la *rotazione del capitale investito* (o *controllo degli investimenti*) e il *controllo del ciclo monetario della gestione*.

Il controllo degli investimenti in relazione all'attività svolta, mira ad indagare la **rotazione del capitale investito** nell'arco temporale di un anno (più ruota il capitale investito → più veloci saranno i flussi monetari di gestione → più velocemente si recuperano gli investimenti) ed in relazione all'andamento dell'attività svolta permette l'individuazione di indici di rotazione per alcune categorie di investimenti: a) *capitale circolante lordo* in termini di rotazione di scorte di materie, prodotti e crediti), b) *immobilizzazioni*.

Il controllo del ciclo monetario è un modo diverso di esprimere la rotazione mediante durata o giacenza media: il **ciclo monetario della gestione** è l'intervallo di tempo (arco temporale) compreso tra il pagamento al fornitore (posticipato) che determina l'uscita monetaria collegata alla gestione dei fattori produttivi e l'entrata monetaria o incasso collegato alla vendita dei prodotti.

Più gli investimenti ruotano velocemente → tanto più aumenta il numero delle volte in cui viene recuperato l'investimento → tanto più sarà ridotta la durata o giacenza in quanto il ciclo monetario è meno esteso nel tempo.



Il ciclo monetario della gestione può essere anche visto come l'insieme della fasi di *acquisto, magazzino, produzione, magazzino e vendita*; se il margine di tesoreria è negativo, il ciclo monetario è più lungo.

Non si tratta di una grandezza agevole da calcolare perché dei 5 momenti del ciclo, i dati di uno di essi ("produzione") non sono

ottenibili dal bilancio e occorre quindi ragionare sugli altri 4, mantenendo la produzione stimata o costante per vedere come si evolve la durata temporale.

Calcolando il ciclo monetario della gestione si riesce a ponderare il Margine di Tesoreria, la cui negatività infatti è tanto più grave quanto più si espande il ciclo monetario; un incasso successivo al pagamento determina la nascita di un fabbisogno finanziario per coprire le passività correnti e richiede un *ciclo monetario breve*, mentre un incasso che anticipa il pagamento genera liquidità ed è una situazione buona perché è un *ciclo monetario breve* (o addirittura negativo).

Si possono trarre informazioni aggiuntive dall'analisi di ulteriori indicatori complementari collegati al controllo di investimenti e ciclo monetario:

- indici di rotazione;
- indici di durata e giacenza media: sotto il profilo matematico sono il reciproco degli indici di rotazione, attraverso essi avviene il "controllo del ciclo monetario della gestione";
- posizione finanziaria netta e situazione finanziaria netta.

Gli indici di rotazione dipendono anche dall'analisi dell'elasticità strutturale degli investimenti rinvenibile dalla riclassificazione dello S.P. per funzioni e del C.E. a margine di contribuzione.

2.4.1.1. Gli indici di rotazione

Gli indici di rotazione permettono di evidenziare come l'impresa attua il **"controllo gli investimenti"**, che misura la rotazione del capitale investito nell'arco di un anno e si collega al numero di volte in cui, nel corso dell'esercizio, l'impresa li recupera e rinnova per effetto dei cicli gestionali.

Quanto più le attività ruotano, circolano e si rinnovano, tanto più veloci sono i flussi monetari della gestione, e tanto più velocemente possono essere recuperati gli investimenti in forma finanziaria

↳ L'IMPRESA È IN SALUTE (L'ANALISI LA CONFERMA)

[Esempio: se un investimento ruota 2 volte l'anno (lo recupero 2 volte) significa che la durata media dell'investimento è di 180 giorni e che esso si rigenera in forma finanziaria due volte e si ricostituisce entro la fine dell'esercizio.]

In genere: un'alta rotazione → alta capacità di generare *cash flow* → capacità di assorbire Margine di Tesoreria negativo perché gli investimenti si convertono velocemente in moneta.

Il calcolo degli indici di rotazione, quindi, indaga la velocità di trasformazione in forma liquida delle singole classi di valori dell'attivo circolante e la velocità di estinzione delle passività correnti, col fine di analizzare l'elasticità strutturale degli investimenti.

Con questi indicatori si misura l'effetto moltiplicativo della redditività operativa a livello finanziario in riferimento sia al capitale circolante lordo, sotto forma di rotazione delle scorte, dei prodotti e dei crediti, sia alle immobilizzazioni facendo uso della riclassificazione di S.P. per funzioni e di C.E. a margine di contribuzione.

Dato che le immobilizzazioni ruotano più lentamente (una volta ogni tot anni) occorre concentrarsi sulle rotazioni delle componenti del capitale circolante lordo (CCL).

| | |
|---|---|
| Capital turnover: | $\frac{\text{RICAVI NETTI}}{\text{CAPITALE INVESTITO}}$ |
| Operating Capital Turnover: | $\frac{\text{RICAVI OPERATIVI}}{\text{CAPITALE INVESTITO OPERATIVO (di gest. caratteristica)}}$ |
| Tasso di rotazione dei crediti concessi alla clientela: | $\frac{\text{RICAVI NETTI}}{\text{Saldo medio annuale dei crediti v/clienti}}$ |
| Tasso di rotazione delle scorte di materie: | $\frac{\text{CONSUMI DI MATERIE}}{\text{Saldo medio delle Scorte di materie}}$ |
| Tasso di rotazione delle scorte di prodotti: | $\frac{\text{RICAVI NETTI}}{\text{Saldo medio delle scorte di prodotti}}$ |
| Tasso di rotazione (rinnovo) dei debiti v/fornitori: | $\frac{\text{Acquisti (beni e servizi)}}{\text{Saldo medio dei debiti verso fornitori}}$ |

• CAPITAL TURNOVER (Indice di rotazione del capitale investito):

Significato: *economico* è il ricavo netto unitario (ricavo medio) per unità d'investimento; *finanziario* è il numero di volte in cui l'impresa recupera gli investimenti in forma monetaria per effetto della gestione (quante volte si chiude il circuito produttivo e si genera un risultato finanziario).

Funzione: indica il tasso di rinnovo del capitale investito attraverso i ricavi ed esprime l'efficacia di utilizzo degli investimenti.

In pratica indica quante volte, facendo leva sui ricavi netti, l'impresa recupera il livello degli investimenti effettuati oppure quanti ricavi si ottengono con 100 euro investiti.

I *Ricavi Netti* sono ricavi non straordinari e comprendono anche i proventi finanziari; il *Capitale Investito* sono tutte le attività di S.P. nelle quali, se prevale l'attivo fisso si ha una rotazione complessiva più lenta.

[N.B.: il Capital Turnover può avere effetti moltiplicativi o de-moltiplicativi della redditività a seconda che sia maggiore o minore di 1.]

• OPERATING CAPITAL TURNOVER (OCT) o Rotazione del capitale operativo: tra i ricavi netti possono essercene di natura straordinaria, questo indicatore è uguale al precedente solo che considera solo i ricavi legati alla gestione caratteristica.

Significato: misura l'effetto moltiplicativo di redditività operativa di rotazione del capitale investito

Funzione: indica quanti circuiti di produzione si chiudono in un esercizio, ossia il tasso di rotazione degli investimenti di natura operativa; a parità di margine unitario di guadagno, la redditività è tanto maggiore quanto maggiore è il numero di circuiti produttivi chiusi e rigenerati.

Considera i soli Ricavi Operativi (gestione caratteristica) e il Capitale Investito solo Operativo.

Quest'ultimo è calcolato partendo dalla riclassificazione "alternativa" di Stato Patrimoniale come

$$C.I.O. = (C_i - K) \text{ oppure } [\text{tot. Investimenti (attivo)} - K] \quad \left\{ \begin{array}{l} \text{CAPITALE INVESTITO LORO GESTIONE} \\ \text{CAPITALE INVESTITO ALTRA GESTIONE} \end{array} \right.$$

dove *K* sono gli investimenti extraoperativi principalmente di natura immobiliare (spesso non ne teniamo conto perché non evidenziati in bilancio o considerati nel capitale operativo) e finanziaria.

c/c bancari e postali, tutti i titoli circolanti e immobilizzati, sia a reddito fisso sia variabile, crediti finanziari.

E' uno dei componenti del ROI ed è indice di una buona gestione finanziaria quando ricavi > costi ed entrate > uscite.

• **TASSO DI ROTAZIONE DEI CREDITI V/CLIENTI:**

Significato: indica quante volte si recuperano e riconcedono i crediti v/clienti attraverso i ricavi, e quindi la velocità e frequenza di rinnovo dei crediti per effetto delle vendite.

Ricavi Netti (ricavi operativi + ricavi accessori) sono solo un'approssimazione degli "incassi da vendite" e al denominatore si ha: $(\text{crediti commerciali iniziali} + \text{crediti commerciali finali})/2$ generando un indice sottostimato perché i ricavi sono al netto di IVA e i crediti no e devono quindi essere depurati dividendo il denominatore per $(1+iva)$ con "iva" intesa come aliquota media.

• **TASSO DI ROTAZIONE DELLE SCORTE DI MATERIE:**

Significato: indica quante volte (velocità di rinnovo) si azzerava e rinnova/rigenera il magazzino materie per effetto del loro consumo; i *Consumi di materie* sono: $\text{acquisti materie} + \text{variazione rimanenze (R.F. - R.I.)}$ mentre il *Saldo medio scorte* è dato da: $(\text{scorte iniziali} + \text{scorte finali})/2$.

Negli IAS invece "consumo materie" coincide con "acquisto" perché le rimanenze vengono direttamente rettificate alla voce di riferimento.

• **TASSO DI ROTAZIONE DELLE SCORTE DI PRODOTTI:** i prodotti devono essere valutati al costo (usato con la "giacenza media" quando non si hanno i dati precisi delle rimanenze).

Significato: indica la velocità con cui si rinnova il magazzino prodotti, cioè quante volte si rigenera attraverso il dinamico avvicinarsi dei ricavi netti ed in relazione a quante volte, durante l'anno, le vendite consumano il magazzino prodotti (più è lento il processo e maggiori sono i costi di giacenza da sostenere); in esso i *Ricavi netti* si intendono "di vendita" mentre il *Saldo medio scorte*: $(\text{scorte iniziali} + \text{scorte finali})/2$.

QUANTE VOLTE SI AZZERAVA E SI RINNOVA/MIGNERA IL MAGAZZINO PRODOTTI, PER EFFETTO DELLE VENDITE.

• **TASSO DI ROTAZIONE DEI DEBITI V/FORNITORI:** è speculare a quello dei crediti ed in esso la variabile "acquisti" è la migliore approssimazione (*prox*) dei flussi di pagamento, ossia tutto ciò che è oggetto di fatturazione come beni e servizi.

Significato: indica quante volte si estinguono e rinnovano i debiti v/fornitori nell'anno, mediante il realizzo degli acquisti e quantifica la velocità del ciclo di pagamento debiti e l'insorgere di nuovi debiti per effetto degli acquisti.

Per *Acquisti* si intende "pagamenti ai fornitori annui" perché vanno considerate solo le uscite destinate ai fornitori ma in realtà sono approssimabili con i consumi di materie e di tutto ciò che è oggetto di fatturazione (servizi, godimento di beni di terzi), il *Saldo medio debiti* è dato da: $(\text{debiti iniziali} + \text{debiti finali})/2$.

Controllare questi indici consente di ottenere con maggiori probabilità l'equilibrio finanziario e un miglioramento in termini di redditività: quanto più questi indici di rotazione (tranne l'ultimo) sono alti, tanto più i processi produttivi sono sviluppati e c'è sia una buona velocità di recupero sia di ricostituzione degli investimenti necessari per farli funzionare.

Considerando il tasso di rotazione dei debiti v/fornitori (l'ultimo indicatore): se è uguale a 1 (=1) l'impresa paga tutti i debiti di fornitura entro l'esercizio facendo leva sui flussi di pagamento in uscita, ma migliore sarebbe un indice minore di 1 (<1) che significa che i debiti v/fornitori vengono regolati oltre l'esercizio, spostandone così il pagamento, che accompagnato da un aumento del tasso di rotazione dei crediti v/clienti comporta un miglioramento della gestione.

Miglioramenti o peggioramenti degli indici nel tempo possono essere dovuti a variazioni del numeratore, del denominatore o di entrambi.

Esempio: Un miglioramento del tasso di rotazione delle scorte di materie, a parità di scorte al denominatore, significa che è migliorato il consumo di materie (al numeratore) e quindi l'efficienza tecnico-produttiva interna che evidenzia una migliorata gestione dei magazzini.

Il miglioramento di questo indice può influenzare anche quelli collegati: spesso comporta il miglioramento del tasso di rotazione delle scorte di prodotti a parità di scorte al denominatore (essendo migliorata la gestione del magazzino, migliora anche la gestione della logistica in uscita e quindi l'efficacia del collocamento dei prodotti sui mercati di sbocco).

2.4.1.2. Gli indici di durata e giacenza media

Ognuno degli indici di rotazione può essere trasformato in **indici di durata e giacenza media** che vanno a costituire una riesposizione dei primi, effettuata sulla base del tempo ed indicano quanto tempo impiegano in giorni, ed in media, gli investimenti a rinnovarsi per effetto dei cicli gestionali.

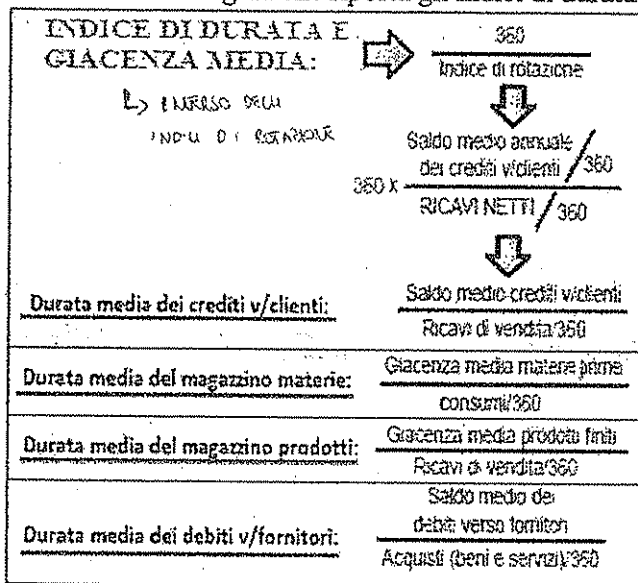
Gli indici di durata media permettono di controllare e calcolare la durata media del ciclo monetario della gestione di tipo operativo-corrente (investimenti in FFS, trasformazione, vendita) definito, ricordiamo, come tempo che intercorre tra il pagamento e l'incasso.

Il ciclo monetario comprende una serie di fasi e viene calcolato come somma degli indici di durata e giacenza media:

$$\begin{aligned}
 & \text{Giacenza media delle materie in magazzino} \\
 & + \text{Durata media del ciclo produttivo} \\
 & + \text{Giacenza media dei prodotti in magazzino} \\
 & + \text{Durata media dei crediti v/clienti} \\
 & - \text{Durata media dei debiti v/fornitori}
 \end{aligned}$$

Nel calcolo, la durata media del ciclo produttivo deve essere uguagliata e posta pari a zero perché non è possibile calcolarlo dai dati di bilancio e ci si può solo provare con l'operating capital turnover.

Presentiamo una figura che riporta gli indici di durata del ciclo monetario e di giacenza media:



Se il ciclo tende ad allungarsi può comportare una difficoltà finanziaria, quindi le politiche gestionali devono essere dirette ad accorciarlo per quanto possibile.

Il ciclo è negativo quando la durata media dei debiti v/fornitori è molto ampia ed il loro rallentamento o blocco può compensare il rallentamento del ciclo finanziario e le difficoltà di produzione (più è dilazionato nel tempo il pagamento dei debiti, più sale la loro durata media e ciò può compensare una variazione in diminuzione delle giacenze o della durata dei crediti).

Un ciclo monetario della gestione negativo

(<0) significa che il momento dell'incasso dei crediti anticipa il pagamento dei debiti portando liquidità alla gestione, e rappresenta una situazione molto buona dal punto di vista finanziario, ma la sua effettiva bontà dipende da cosa è data:

- Dall'espansione della durata dei debiti v/fornitori: va prestata attenzione perché spingere sullo spostamento del pagamento dei debiti nel tempo può provocare la perdita del fornitore che decide di non approvvigionare più quell'impresa cattiva pagatrice,
- Dalla contrazione dei crediti v/clienti.

2.4.1.3. Posizione Finanziaria Netta e Situazione Finanziaria Netta

Nei bilanci spesso non si parla di Margine di Tesoreria ma di Posizione Finanziaria Netta (PFN).

• La **Posizione Finanziaria Netta (PFN)** è un margine strutturale e complessivamente rappresenta la differenza tra attività e passività finanziarie dell'impresa e riguarda la gestione delle stesse.

IN UN CERTO ISTANTE TEMPORALE (A DIFFERENZA DEL MARGINE DI TESORERIA CHE È UN MARGINE DI SITUAZIONE, PERTINENTE AL FUTURO).

| | |
|--|--|
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | |
| Disponibilità liquide | |
| + Attività finanziarie a breve termine | |
| - Passività finanziarie a breve termine | |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA A BREVE TERMINE | |
| | |
| Attività finanziarie a medio-lungo termine | |
| - Passività finanziarie a medio-lungo termine | |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA A MEDIO-LUNGO TERMINE | |

E' un marginale strutturale che distingue il breve termine dal lungo termine (vedi figura) che non fornisce indicazioni sulla solvibilità dell'impresa, ma si differenzia perché considera solo la gestione della liquidità nelle possibili destinazioni dei flussi di cassa generati, ovvero come si è coperto i flussi di cassa assorbiti dal

circuito dell'attività d'impresa (cassa e disponibilità liquide + investimenti in attività finanziarie - passività finanziarie).

L'obiettivo del management è il miglioramento della PFN che informa sulla destinazione delle liquidità sprigionate nell'anno e sulla copertura delle liquidità assorbite dalla gestione; in genere si giudica il management sulla base della liquidità creata e non del valore creato, infatti, se vi sono flussi di cassa in eccesso derivanti dalla gestione operativa l'impresa ha convenienza ad usarli per migliorare la propria posizione netta.

Un miglioramento di PFN sprigiona alti flussi di cassa liberi (*free cash flow*) e rende disponibili delle risorse monetarie che possono essere utilizzate come disponibilità liquide su c/c, per investimenti in attività finanziarie (aumentarle ed acquistarne nuove o rimborsare passività finanziarie) e per il rimborso di debiti finanziari (diminuire le passività finanziarie).

Questa situazione (PFN alta o in aumento) è importante ed incisiva soprattutto per le imprese con alti debiti che, in quel caso, possono mostrare al mercato finanziario che stanno migliorando finanziariamente e diventando più affidabili in modo tale da favorire eventuali finanziamenti concessi ad esse.

Una Posizione Finanziaria Netta negativa è una situazione in cui l'azienda non genera *cash flow* e si trova in una situazione non ideale che è meglio correggere al più presto perché determina un aumento del ricorso all'indebitamento finanziario e/o uno smobilizzo di investimenti di natura finanziaria (il preferibile tra i due casi).

Un indicatore differente è la Situazione Finanziaria Netta (SFN) che si distingue perché non si limita a verificare la posizione in un certo istante, ma ha anche una visione prospettica:

• La situazione finanziaria netta guarda al futuro ed è un margine più ampio della "posizione" in

| | |
|---|---|
| SITUAZIONE FINANZIARIA NETTA | |
| MARGINE DI TESORERIA | |
| + | |
| Attività finanziarie a medio-lungo termine | POSIZIONE FINANZIARIA NETTA A MEDIO-LUNGO TERMINE |
| - Passività finanziarie a medio-lungo termine | |

quanto contiene anche le attività e passività correnti identificate dal Margine di Tesoreria (crediti e debiti commerciali scadenti entro l'anno) e non presenti nella PFN.

N.B.: I due criteri di riclassificazione dello S.P. visti si differenziano per la

classificazione dei debiti e crediti: in quella "per funzione svolta" vengono classificati secondo natura (corrente, extracorrente), in quella "per liquidità/esigibilità" rispetto alla scadenza (breve, medio-lungo termine); lo S.P. civilistico fa un misto, usando il primo come criterio di classificazione principale e il secondo come criterio secondario, come dimostra la suddivisione dei crediti e dei debiti finanziari rispetto alla scadenza (entro od oltre i 12 mesi).

(DA ULLAR...)

2.4.2. Schema sinottico, esempi: caso BASTOGI e caso TBS

Il core business di un gruppo non è quello della sua holding ma quello del gruppo consolidato e l'operatività dell'impresa è rappresentata dal reddito operativo e quest'ultimo (la redditività) causa la variazione del patrimonio; acquistando la proprietà della holding si acquisisce la proprietà dell'intero gruppo.

Gli oneri finanziari non sono deducibili, perciò quando sono elevati (10%-15%) è un problema perché l'imponibile fiscale non risulta diminuito per il loro valore causando una doppia negatività all'impresa: prima per l'onere del finanziamento e poi per il pagamento d'imposte su un reddito non rettificato degli interessi indeducibili.

E' opportuno ricordare il significato di alcuni indicatori e/o rapporti tra variabili evidenziando possibili osservazioni da fare/che vengono fatte nelle analisi di bilancio e finanziarie:

- **EBITDA/SALES (o MOL/RICAVI DI VENDITA)** è la capacità di produrre autofinanziamento (quando dall'analisi dei vari indici si nota nel trend negativo un caso positivo isolato significa che la ricchezza proviene dalla gestione extracaratteristica).

Considerando un Conto economico a valore aggiunto che indica la ricchezza creata dall'attività produttiva in senso lato, se V.A. Lordo e V.A. Netto sono di segno opposto significa che i costi del lavoro incidono molto. Riclassificando lo Stato Patrimoniale per funzioni si riesce a mostrare gli equilibri strutturali ed attraverso l'analisi della percentuale dell'Attivo Fisso sull'attivo totale si capisce se la struttura è rigida o elastica: se l'Attivo Fisso è alto la leva operativa è maggiore e l'impresa remunera meno i costi fissi; se i Debiti Correnti diminuiscono e i debiti finanziari aumentano si sta modificando la struttura del debito, cioè l'impresa si sta finanziando con un maggior uso di debiti di finanziamento (questa può essere una politica di strategia).

[Nota: quando nello SP troviamo la voce "attivo circolante" e "attivo fisso" allora la struttura è riclassificata per funzioni].

- C.N./C.I. e C.N./Debiti sono rispettivamente indici di autonomia e indebitamento,
- il Margine di Struttura Allargato dipende dai debiti di finanziamento a m/l termine,
- i fondi per rischi ed oneri + l'utile destinato a riserva costituiscono l'Autofinanziamento che può finanziare il CCN,
- Posizione finanziaria netta a breve e a medio/lungo termine indica la capacità dell'impresa di adempiere finanziariamente alle proprie obbligazioni e ai propri impegni,
- il Margine di Tesoreria va collegato agli indicatori di rotazione e va legato ai flussi finanziari attesi,
- Indicatori di durata: 360/relativo indice di rotazione.

Vediamo vari casi dei valori dei principali indicatori e le connesse conseguenze:

- Se il margine operativo è negativo, l'attivo fisso è coperto dai debiti correnti.
- Se CCN è negativo, l'attivo corrente è minore del passivo corrente
- Se MOL è negativo, i costi operativi sono maggiori dei ricavi operativi, ci sono più debiti che attività, si distrugge valore

Vediamo uno schema sinottico di due aziende (a titolo di esempio)

| GRUPPO BASTOGI | | GRUPPO TBS | |
|-------------------|--------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|
| Attivo Circolante | Debiti Correnti | Attivo Circolante (intorno al 55%) | Debiti Correnti |
| | Capitale Netto | | Debiti Finanz. a breve termine |
| | Debiti Finanz. consolidati | | Debiti Finanz. consolidati |
| | Debiti Finanz. a breve termine | Attivo Fisso | Capitale Netto |

CCN < 0 questo piazzato non va nel Margine di Struttura perché è una parte di A.F. finanziato dal CCN

Margine di Struttura < 0 = C.N. - A.F.

Margine di Struttura Allargato < 0

CCN > 0

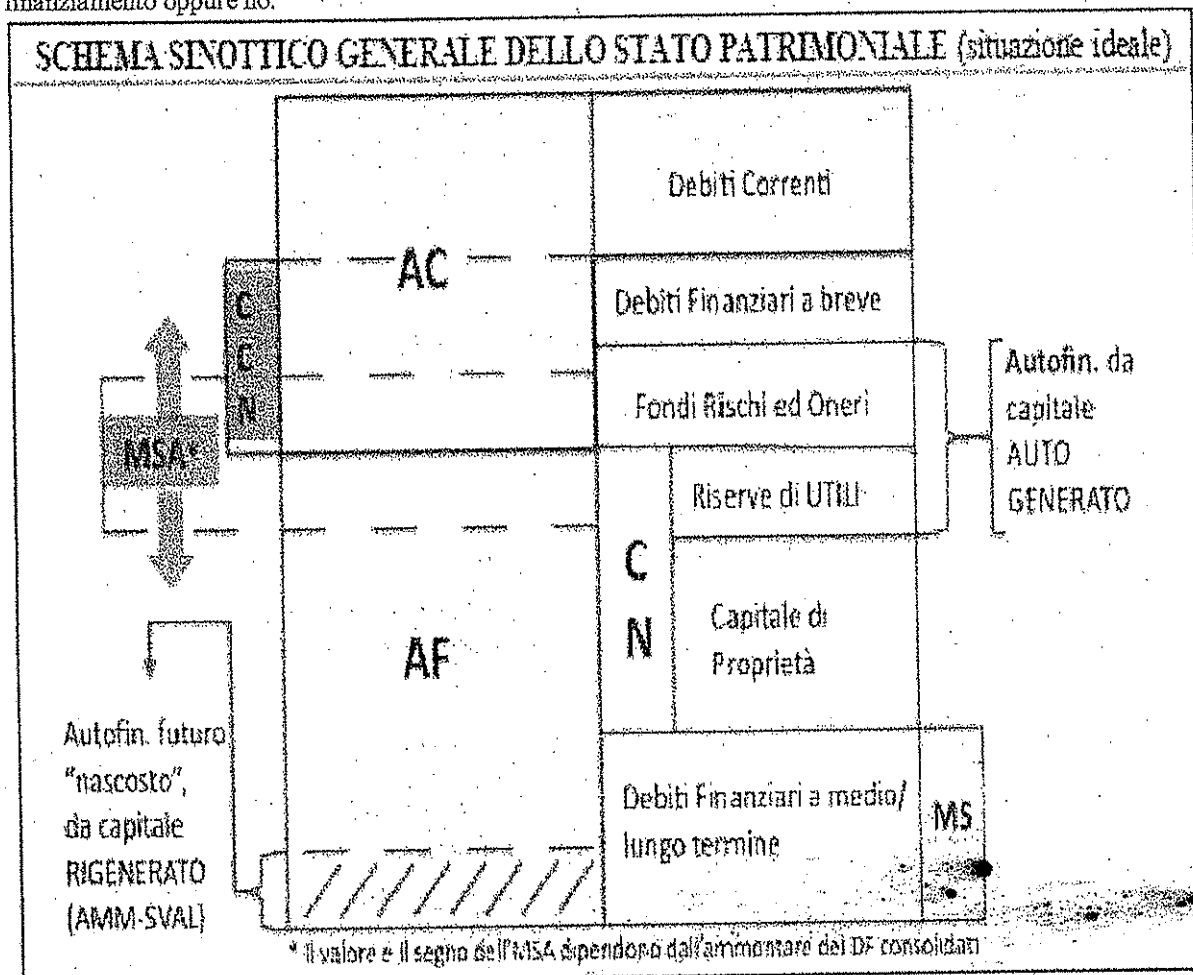
MS < 0 (C.N. - A.F.)

questa parte è rifinanziata al CCN che finanzia AC con riserva di utili

Nel GRUPPO TBS il fatturato è altissimo ma il MOL e il reddito sono molto piccoli, ciò significa che c'è una forte incidenza dei costi (VAL - VAN = incidenza dei costi, VAN/VP invece indica quanto valore è stato creato e distribuito).

Se ammortamenti e svalutazioni sono bassi, significa che ho poco attivo fisso e quindi una struttura elastica e se ci sono molte immobilizzazioni immateriali la struttura è più soft che hard.

E' importante vedere come variano (o non variano) gli indici nel tempo, quando una società si indebita e perché sta finanziando nuove attività e investimenti o coprendo delle perdite; il Margine di Struttura e il Margine di Struttura Allargato fanno vedere se si coprono gli investimenti con adeguate forme di finanziamento oppure no.



2.5. STATO PATRIMONIALE (ex art. 2424 del codice civile)

Nello stato patrimoniale ex art. 2424 c.c. vi è una classificazione degli investimenti di tipo "funzionale" con un dettaglio per la liquidità ed esigibilità; in tale struttura le *immobilizzazioni* sono in realtà da intendere come *attivo fisso*.

| ATTIVO | PASSIVO |
|--|--|
| A) CREDITI V. SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI , con separata indicazione della parte già richiamata | A) PATRIMONIO NETTO |
| B) IMMOBILIZZAZIONI , con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria | I Capitale sociale |
| I. Immobilizzazioni immateriali | II Riserva da sovrapprezzo azioni |
| 1) Costi di impianto e di ampliamento | III Riserva di rivalutazione |
| 2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità | IV Riserva legale |
| 3) Diritti brevetti, ind. e utiliz. opere dell'ingegno | V Riserve statutarie |
| 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili | VI Riserva per azioni proprie in portafoglio |
| 5) Avviamento | VII Altre riserve, distintamente indicate |
| 6) Immobilizzazioni in corso ed acconti | VIII Utili (perdite) portati a nuovo |
| 7) Altre | IX Utile (perdita) dell'esercizio |
| Totale | Totale Patrimonio netto (A) |
| II. Immobilizzazioni materiali | B) FONDI PER RISCHI E ONERI |
| 1) Terreni e fabbricati | 1) Per trattamenti di quiescenza e obblighi simili |
| 2) Impianti e macchinari | 2) Per imposte, anche differite |
| 3) Attrezzature industriali e commerciali | 3) Altri |
| 4) Altri beni | Totale Fondi per rischi e oneri (B) |
| 5) Immobilizzazioni in corso ed acconti | C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO |
| Totale | D) DEBITI , con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo |
| III. Immobilizzazioni finanziarie , con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo | 1) Obligazioni |
| 1) Partecipazioni in: | 2) Obligazioni convertibili |
| a) imprese controllate | 3) Debiti verso soci per finanziamenti |
| b) imprese collegate | 4) Debiti verso banche |
| c) imprese controllanti | 5) Debiti verso altri finanziati |
| d) altre imprese | 6) Acconti |
| 2) Crediti: | 7) Debiti verso fornitori |
| a) verso imprese controllate | 8) Debiti rappresentati da titoli di credito |
| b) verso imprese collegate | 9) Debiti verso imprese controllate |
| c) verso controllanti | 10) Debiti verso imprese collegate |
| d) verso altri | 11) Debiti verso controllanti |
| d) verso altri | 12) Debiti tributari |
| 3) Altri titoli | 13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale |
| 4) Azioni proprie, con indicazione del valore nominale complessivo | 14) Altri debiti |
| Totale | Totale Debiti (D) |
| Totale Immobilizzazioni (B) | E) RATEI E RISCONTI , con separata indicazione dell'aggio su prestiti |
| C) ATTIVO CIRCOLANTE | |
| I. Rimanenze | |
| 1) Materie prime, sussidiane e di consumo | |
| 2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati | |
| 3) Lavori in corso su ordinazione | |
| 4) Prodotti finiti e merci | |
| 5) Acconti | |
| Totale | |
| II. Crediti , con separata indicazione per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo | |
| 1) verso clienti | |
| 2) verso imprese controllate | |
| 3) verso imprese collegate | |
| 4) verso controllanti | |
| 4-bis) crediti tributari | |
| 4-ter) imposte anticipate | |
| 5) verso altri | |
| Totale | |
| III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni | |
| 1) Partecipazioni in imprese controllate | |
| 2) Partecipazioni in imprese collegate | |
| 3) Partecipazioni in imprese controllanti | |
| 4) Altre partecipazioni | |
| 5) Azioni proprie, con indicazione del valore nominale complessivo | |
| 6) Altri titoli | |
| Totale | |
| IV. Disponibilità liquide | |
| 1) Depositi bancari e postali | |
| 2) Assegni | |
| 3) Denaro e valori in cassa | |
| Totale | |
| Totale Attivo circolante (C) | |
| D) RATEI E RISCONTI , con separata indicazione del disagio su prestiti | |
| TOTALE ATTIVO | TOTALE PASSIVO |

I titoli immobilizzati sono quelli destinati a permanere durevolmente in impresa, mentre quelli non immobilizzati sono titoli detenuti per esigenze di tesoreria e titoli posseduti ai fini di negoziazione. Per quanto riguarda i debiti, le prime 5 voci sono di tipo finanziario mentre le altre restanti sono di natura corrente.

Lo **stato patrimoniale** descrive la situazione dell'impresa come entità giuridica in un dato istante, è composta da due sezioni contrapposte: Attivo (risorse) e Passivo e Netto (obbligazioni).

Secondo quanto stabilito dagli IAS/IFRS valgono le seguenti definizioni:

- le **attività**: sono identificate dall'esistenza di un potenziale contributo, diretto o indiretto, ai flussi finanziari e mezzi equivalenti che affluiranno in impresa e nella determinazione della loro esistenza *non è essenziale la presenza del diritto di proprietà*;

- le **passività**: la loro caratteristica essenziale è costituita dalla circostanza che l'impresa abbia *un'obbligazione attuale e non un semplice impegno futuro*, alcune passività possono essere valutate soltanto con l'uso di un notevole grado di stima e costituiscono accantonamenti.

Lo Stato Patrimoniale è presentato distinguendo tra *quota corrente* e *quota non corrente* di attività e passività pur essendo prevista anche la possibilità di una presentazione in *ordine di liquidità*.

La distinzione tra attività correnti e non è fatta con riguardo al **ciclo operativo** dell'impresa, definito come il tempo che intercorre tra l'acquisizione di beni per il processo produttivo e la loro realizzazione in disponibilità liquide o mezzi equivalenti e laddove il normale ciclo operativo non è identificabile si suppone che la durata sia di 12 mesi.

E' prevista la possibilità di presentare attività e passività in ordine di liquidità; per quanto riguarda le **attività correnti** è previsto che:

- siano realizzate, vendute o utilizzate nel normale ciclo operativo dell'impresa;
- siano detenute prevalentemente per attività di *trading*;
- siano realizzate entro 12 mesi dalla data di riferimento del bilancio;
- rappresentino disponibilità liquide o mezzi equivalenti, questi ultimi definiti dallo IAS 7 come disponibilità liquide a breve termine convertibili prontamente in cassa.

Per quanto concerne le **passività correnti** è previsto che:

- siano estinte nel normale ciclo operativo aziendale;
- siano assunte prevalentemente per attività di *trading*;
- siano estinte entro 12 mesi dalla data di riferimento in bilancio;
- l'impresa non ha un diritto incondizionato a differire il regolamento delle stesse oltre i 12 mesi dalla data di riferimento del bilancio.

2.6. STATO PATRIMONIALE IAS/IFRS

La struttura di riferimento dello Stato Patrimoniale prevista dallo IAS prevede l'esposizione separata di attività correnti e non correnti e passività correnti e non correnti a meno che la presentazione di attività e passività in ordine alla liquidità fornisca al lettore un'informazione attendibile e maggiormente significativa; inoltre, la classificazione per grado di liquidità può interessare banche ed imprese finanziarie.

Secondo i principi internazionali le attività e le passività di stato patrimoniale sono così definite:

| ATTIVO | PASSIVO |
|---|--|
| A) <u>Attività non correnti</u> | A) <u>Patrimonio netto</u> |
| 1. Immobili, impianti e macchinari | 1. Capitale sociale, con indicazione della parte non versata |
| 2. Investimenti immobiliari | 2. Riserva da sovrapprezzo |
| 3. Beni utilizzati in locazione finanziaria | 3. Riserve di rivalutazione |
| 4. Avviamento | 4. Altre riserve |
| 5. Altre attività immateriali | 5. Utili / perdite portati a nuovo |
| 6. Partecipazioni | 6. Utile / perdita dell'esercizio |
| 7. Crediti finanziari e altri | B) <u>Passività non correnti</u> |
| 8. Altre attività finanziarie | 1. Obbligazioni in circolazione |
| 9. Imposte differite attive | 2. Debiti verso banche |
| 10. Altre attività non correnti | 3. Altre passività finanziarie |
| B) <u>Attività correnti</u> | 4. Fondi per rischi ed oneri |
| 1. Crediti verso soci per conferimenti | 5. Fondi relativi al personale |
| 2. Crediti commerciali, con separata indicazione degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo, e altri. | 6. Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato |
| 3. Altre attività finanziarie correnti | 7. Imposte differite passive |
| 4. Rimanenze | 8. Altre passività non correnti |
| 5. Lavori in corso su ordinazione | C) <u>Passività correnti</u> |
| 6. Attività possedute per la vendita | 1. Obbligazioni in circolazione |
| 7. Risconti attivi | 2. Debiti verso banche |
| 8. Altre attività | 3. Altre passività finanziarie |
| 9. Disponibilità liquide | 4. Debiti verso fornitori, con separata indicazione degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo |
| <u>Attività cessate e destinate ad essere cedute</u> | 5. Anticipi su lavori in corso su ordinazione |
| | 6. Debiti tributari |
| | 7. Risconti passivi |
| | 8. Altre passività correnti |
| | <u>Passività correlate ad attività cessate/destinate ad essere cessate</u> |

• **Attività:** identificate dall'esistenza di un potenziale contributo, diretto o indiretto, ai flussi finanziari e ai mezzi equivalenti che affluiranno all'impresa.

La cosa importante è che, nel determinare l'esistenza di un'attività, non è essenziale il diritto di proprietà sulla stessa (prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica) perché ciò che rileva è il contributo finanziario dell'investimento ed i relativi rischi.

• **Passività:** la caratteristica essenziale è costituita dalla circostanza secondo cui l'impresa abbia un'obbligazione attuale e non un semplice impegno futuro. Alcune passività possono essere valutate solo con l'uso di una stima e costituiscono accantonamenti.

Lo SP è poi presentato distinguendo tra quota corrente e non corrente delle attività e

passività.

Quindi è gestione corrente tutto ciò che viene recuperato con il compimento del ciclo operativo (acquisto FFS - produzione - vendita) mentre è gestione extra-corrente tutto ciò che viene recuperato in più di un ciclo operativo (acquisto FFR e loro alienazione, conferimenti e restituzioni di capitale di proprietà, finanziamenti attinti e concessi).

3. INDICATORI E ANALISI DI REDDITIVITA'

Gli indici di redditività sono spie d'allarme che avvertono che occorre fare un'analisi approfondita per vedere nel dettaglio le variabili che influenzano tali indici e possono essere sintomatiche di problemi.

Per questi motivi, gli indicatori di redditività vengono utilizzati per misurare, appunto, la redditività aziendale (della gestione) intesa come attitudine del capitale a produrre reddito e si mira a definirne i rendimenti collegando elementi dello stato patrimoniale con elementi del conto economico; per reddito si intende un incremento o decremento della ricchezza iniziale per effetto della gestione.

3.1. IL ROE (Return on Equity)

→ SIGNIFICATO: Il più sintetico è il ROE (Return on Equity), ovvero il tasso di redditività del capitale proprio che rappresenta una misura sintetica della redditività aziendale (attitudine a produrre reddito, incrementi/decrementi della ricchezza iniziale per effetto della gestione) utilizzata per indagare, in analisi consuntive, gli scostamenti dalla redditività programmata o, in analisi preventive, per definire un obiettivo sintetico della gestione.

Il ROE è, inoltre una misura della convenienza ad investire mezzi monetari nella gestione aziendale, a titolo di capitale di rischio, da parte degli operatori economici.

→ FORMULE:

$$ROE = \text{Reddito netto (Rn)} / \text{Capitale netto (Cn)}$$

E' è un indicatore sintetico finalizzato a misurare i rendimenti confrontando quelli attesi con quelli effettivamente realizzati e che, comprendendo costi&ricavi e investimenti&finanziamenti, mette in relazione sia la struttura economica (C.E.) sia quella finanziaria (S.P.) peccando di disomogeneità.

- R_n = ricavi - costi: è un valore di C.E. che costituisce "variabile-flusso",
- C_n = attività - passività: è un valore di S.P. e costituisce una "variabile-stock".

[Varianti della formula generale: (4) (ATTENZIONE)]

1) $ROE = R.N. / C.N. \text{ medio}$

2) $ROE = R.N_{(0+1)} / C.N_{10}$

3) $ROE = R.N. / (C.N. - R.N.)$

4) $ROE = R.N_{(0+1)} / (C.N_{10} - \text{dividendi}_{(0+1)})$

con $C.N. \text{ medio} = (C.N_{10} + C.N_{11})/2$ (ha più omogeneità) • PIÙ OMOGENEO:
 reddito netto calcolato alla fine rispetto all'investimento iniziale • DISOMOGENEO
 (disomogeneità tra variabili di reddito-flusso e di capitale-stock) TAN VARIABILE
 (per non inquinare il capitale netto col reddito netto stesso) PUSSO (C.N.) E
 (è un indice più pulito che non conteggia i dividendi non VALUABILI STOCK (C

Si comincia a ragionare in termini di valore creato, il ROE è un importante parametro per valutare la remunerazione del rischio: con riferimento ad un singolo esercizio e vedendo l'azienda come un investimento unitario (o entità unica), un insieme di attività e passività legate da vincolo di complementarietà, il ROE misura quanto rende in un anno tale investimento in impresa e viene assunto come criterio base per la remunerazione del capitale di pieno rischio individuando il valore minimo al quale dovrebbe tendere secondo il CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$ROE_{min} = R_0 + (R_m - R_0)\beta$$

Il ROE, quindi, rappresenta "quanto una società debba guadagnare per giustificare l'investimento" • IL CAPM RAPPRESENTA QUANTO UNA SOCIETÀ DEBBA GUADAGNARE PER GIUSTIFICARE L'INVESTIMENTO
 considerato il costo opportunità che sostiene l'investitore per aver investito sul mercato invece che PER GIUSTIFICARE L'INVESTIMENTO
 su titoli privi di rischio (free risk) o su altri asset di titoli azionari.

Esiste un modello che cerca di stimare quando debba guadagnare una società per giustificare gli investimenti rischiosi nel proprio business, chiamato Capital Asset Pricing Model (CAPM).
 • (R_0) è il tasso di rendimento di titoli privi di rischio (free risk), riferibile in via approssimata al costo opportunità dell'investimento sul mercato.
 ai titoli di stato di stessa durata (nei BTP a 10 anni è il 5%);

• (β) è il coefficiente che misura il grado di rischio dell'impresa valutando se è più o meno alto rispetto alla media di mercato, ingloba tutti i profili di rischio (operativo e finanziario) ed in base ad esso l'impresa può richiedere un rendimento superiore o inferiore alla media di mercato: $\beta=1$ significa che non vi è variazione di rendimento rispetto al livello di rischio del settore/mercato in cui opera l'azienda, $\beta<1$ significa che è richiesto un rendimento minore di quello del mercato; $\beta>1$ significa che è richiesto un maggior rendimento rispetto a quello offerto dal mercato di attività. Fare impresa significa assumersi un rischio, quindi chi fa impresa ha diritto ad avere un rendimento remunerativo del rischio sopportato.

[Un titolo stabile e sicuro è quello che ha un andamento del profilo di rischio vicino o quasi in linea a quello di settore; Un titolo volatile e rischioso è quello che invece ha un andamento fortemente altalenante e lontano dall'andamento del settore.]

• $(R_m - R_0)$ è detto premio per il rischio calcolato come differenza tra i rendimenti rischiosi e non (con R_m inteso come rendimento medio dei titoli rischiosi sul mercato, per es. FTSE/MIB "all share" o "supersector"). rappresenta un rendimento medio aggiuntivo rispetto al costo opportunità del capitale, dipende da quanto mediamente i titoli nel mercato azionario rendono di più dei titoli privi di rischio (viene richiesto un rendimento aggiuntivo tanto quanto il rischio dell'impresa è superiore a quello medio dei titoli azionari).

Dunque: se $ROE < R_0$ l'investimento rischioso rende meno di quello senza rischio, ma se ci sono attese di crescita futura, attualizzando i relativi rendimenti, la disuguaglianza dovrebbe invertirsi; il rendimento desiderato non può essere agganciato solo al ROE_{min} (free risk) ma si vuole un rendimento superiore che remunerati adeguatamente il rischio sostenuto $(R_m - R_0)$.

Secondo questo modello, l'azionista si aspetta un rendimento minimo del capitale investito per avere convenienza ad investire e che rappresenta il tasso minimo di rendimento al quale deve tendere ogni impresa considerati i costi opportunità sostenuti e che deve essere non inferiore ai rendimenti degli investimenti senza rischio.

A tal proposito, il parametro β (premio per il rischio), difficile da calcolare, può essere visto approssimativamente come un'oscillazione data dal rapporto tra la variazione di prezzo delle azioni dell'impresa e la variazione di prezzo dell'indice medio di mercato: $\beta = \Delta p_a / \Delta p_m$; se $\beta > 1$ il prezzo delle azioni oscilla più di quello del mercato.

→ FUNZIONI: Il concetto di ROE (come tutti gli indici di redditività) rappresenta un punto di partenza per l'analisi del valore e viene spesso associato al concetto di creazione di valore per l'azionista ma questo è un accostamento in teoria sbagliato; sicuramente tramite il ROE l'azionista valuta l'operato del management ma quest'ultimo deve far rendere anche il capitale ottenuto da terzi finanziatori.

Il ROE valuta, in termini contabili, la capacità del management di tradurre in rendimento l'investimento fatto dagli azionisti in impresa, ma non il capitale di prestito; consente di capire l'andamento temporale della redditività aziendale in analisi consecutive annuali e in sede di programmazione per determinare budget, C.E. e S.P. previsionali; i suoi contenuti informativi sono limitati fortemente perché si riferisce unicamente ad un solo esercizio d'impresa e quindi a un solo anno.

Gli indici di redditività rappresentano il punto di partenza contabile (ma non di arrivo per l'analisi del valore) e vanno integrati con l'analisi del valore aggiunto e dell'economicità che mira a stimare il valore atteso riguardante il futuro e confrontare i rendimenti attesi col relativo costo; si intende una verifica dell'attitudine a produrre redditi tendente a perdurare nel tempo (durabilità economica) e del fatto che l'impresa sia capace o meno di mantenere avvinti alla propria economia tutti i fattori della produzione (economicità).

ATTENZIONE: PERCHÉ IL MANAGEMENT ABBIA A RITRAME UN RENDIMENTO DALL'INVESTIMENTO NEL PROGETTO IMPRENDITORIALE NON SUFFICIA UTILIZZANDO IL CAPITALE AZIONARIO MA ANCHE UTILIZZANDO CREDITI FINANZIARI (DEBITI...)

Attenzione! Materiale coperto da copyright ©, ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale ai sensi della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633).

Occorre fare attenzione perché il management riesce a ritrarre un rendimento dall'investimento nel progetto imprenditoriale non soltanto utilizzando capitale azionario ma anche utilizzando l'indebitamento di cui va effettuata una stima del costo: ^{CREIAMO IL} ~~...~~ ^{C.D. EFFETTO} ~~...~~ ^{FINANZIARIO}

• per l'indebitamento bancario ^{BISOGNA TENERE PRESENTE CHE} degli oneri finanziari ^{PRESENTI} e che sono deducibili ai fini del reddito imponibile d'imposta (c.d. paratasse);

• per l'indebitamento sul mercato finanziario il reale costo dipendente non solo dal tasso d'interesse esplicito ma anche delle variazioni richieste dal mercato in merito all'affidabilità.

Il ROE è un indicatore estremamente sintetico di redditività che presuppone sia la struttura economica (C.E.) definita come differenza tra ricavi e costi (il ROE è una derivata "contabile": R.N./C.N.) sia la struttura finanziaria definita come differenza tra investimenti e finanziamenti (S.P.); si parla di "struttura" in un certo istante, cioè i costi e i ricavi valutano la redditività direttamente dal C.E., e non di "situazione" economica (economicità) che guarda al futuro.

ATTENZIONE: redditività non è sinonimo di economicità definita come la capacità dell'impresa di mantenere durevolmente avvinti tutti i fattori di produzione e i soggetti interessati all'economia d'impresa (economicità o produttività economica); **redditività elevata non corrisponde ad economicità**: può provenire da politiche valutative del management volte a ottenere un ROE adeguato per assicurare durabilità d'impresa e replicabile nel tempo, ma che non creano valore aggiunto, ossia non creano nulla che possa essere distribuito tra i soggetti interessati all'impresa.

Il giudizio sulla redditività è positivo solo se l'indicata capacità è stabile nel tempo (durabilità economica) e per verificarla si integrano le analisi della redditività aziendale con l'analisi del "valore aggiunto". ^{QUINDI PER VERIFICARE IN DIVANSLITA' ECONOMICA, INDEMNATO LE ANALISI DELLA REDDITIVITA' AZIENDALE CON}

Avere un alto ROE significa aver fatto rendere tanto l'azienda ma non assicura le condizioni di durabilità economica, bisogna analizzare la creazione di valore aggiunto oltre alla redditività, e ^{LE ANALISI DEL VALORE AGGIUNTO} quando ciò non è possibile si cercano metodi qualitativi come le strategie adottate, la qualità del personale, dell'organizzazione etc, ossia tutte quelle variabili che sono sinonimo di durevole esistenza dell'impresa.

3.1.0. L'EVA (Economic Value Added)

Può essere fatta un'analisi più approfondita che presuppone un orizzonte di analisi più vasto del singolo esercizio annuale passando dal concetto di ROE a quello di EVA (Economic Value Added) che è un indicatore che considera tutte le fonti di finanziamento nell'analisi del valore e si esprime come differenza tra rendimenti degli investimenti e quanto è costato finanziarli sia in termini di capitale di proprietà sia di prestito: Rendimenti del capitale investito (NOPAT) - Costi medio di finanziamento del capitale investito (WACC); l'investimento crea valore se NOPAT > WACC. Vediamolo nel dettaglio: ^{↳ CONSIDERA SIA IL CAPITALE PROPRIO CHE IL CAPITALE DI TERZI.}

Esiste una metodologia molto interessante per misurare le performance di un'impresa intesa come valore economico creato: l'EVA (Economic Value Added) definito come la misura in termini assoluti del surplus di valore creato dall'impresa, in rapporto agli investimenti in essere, ragiona in termini di costi-benefici nel senso che se il rendimento degli investimenti è maggiore del costo degli stessi l'impresa ha creato valore, altrimenti no. ^{STRE DE FONDI FINANZIARI}

$$EVA = NOPAT - WACC$$

FORMULA:

$$EVA = NOPAT - (\text{costo del capitale} \times \text{capitale investito})$$

si basa sulla differenza tra rendimento e costo del capitale investito nell'azienda e si lega alla leva finanziaria analizzandola sotto un diverso punto di vista, ovvero misura il reddito generato in eccesso (surplus) rispetto al costo sostenuto per la remunerazione del capitale investito (intendendo

CONVENI PER
IL CALCOLO
DELL'EVA

con esso sia il capitale di proprietà remunerato con dividendi o non investito in altre fattispecie sia quello di terzi per il quale si sostengono interessi e oneri finanziari). Ecco le componenti dell'EVA:

- **NOPAT** (*Net Operating Profit After Taxes*) = reddito operativo normalizzato al netto delle imposte, calcolato partendo dall'utile netto
- **C.I.** = capitale investito "rettificato" (patrimonio netto + debiti finanziari + *equity equivalents*)
- **r** = rendimento sul capitale (è un ROI rettificato = ROIC) = NOPAT / C.I. rettificato
- **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*) = costo medio ponderato del capitale di proprietà + costo medio d'indebitamento (onerosità del capitale); è il ROE_{min} nel CAPM.

Se l'EVA misura il surplus (reddito operativo - costo del capitale investito), si può trovarne una formula più sintetica che metta a confronto il costo del capitale investito (r) con il capitale investito stesso in modo da calcolare in questo modo il valore creato.

$EVA = NOPAT - (WACC * C.I.)$; dividiamo tutto per il C.I. e otteniamo:

$$EVA/C.I. = NOPAT/C.I. - WACC$$

$$r = NOPAT/C.I. \quad \text{quindi si ha che} \quad EVA/C.I. = r - WACC$$

$$EVA = (r - WACC) * C.I.$$

FORMULA ALTERNATIVA

da cui la formula alternativa dell'EVA: $EVA = (r - WACC) * C.I.$

N.B. → Nel caso in cui $r > WACC$ allora $EVA > 0$ e si ha creazione di valore esattamente come nella leva finanziaria ma con qualche differenza: nella leva finanziaria si considera solo il capitale preso a debito (di terzi) mentre l'EVA considera tutto il capitale, sia di terzi sia di proprietà ed inoltre fa riferimento a grandezze "rettificate".

N.B. → Dalla formula precedente si può evincere agevolmente che l'EVA, in relazione all'impresa a cui si riferisce, rappresenti un parametro di valutazione della convenienza economica di un singolo esercizio o di uno specifico affare e quindi evidente che per considerare correttamente tutte le componenti reddituali e patrimoniali, si debbano stimare analiticamente e determinare gli effettivi valori di investimento e monetari del **Capitale Investito Netto** e del **Reddito Operativo**.

Per poter avere i valori correnti e reali del NOPAT servono pertanto delle rettifiche che ne riallineino le valutazioni ai valori effettivi: ci possono essere componenti di costo e ricavo calcolate (ad es. le somme accantonate ai fondi per rischi generici futuri) che nella valutazione della bontà e della convenienza dell'affare nell'ambito dello specifico periodo amministrativo corrente non devono essere considerate essendo riferite al futuro. Tali rettifiche possono essere:

a) **del Capitale Investito (A.C. e A.F.):** allineare e depurare le componenti patrimoniali dalle componenti soggettive (il + o il - sono a seconda che possano essere portate in aumento o diminuzione del patrimonio. Ne sono esempi:

RETTIFICHE DEL
CAPITALE INVESTITO

- Riserve LIFO, al fine di adeguarne i valori storici al *fair value* perché il LIFO sottostima le rimanenze (+);
 - Sommatoria delle quote di ammortamento sull'avviamento (plusvalore del sistema-impresa rispetto alle singole parti che la compongono), al fine di ripristinarne l'effettivo valore di investimento (+) perché è vero che civilisticamente viene ammortizzata ma è altrettanto vero che nonostante ciò è un plusvalore che rimane in impresa quindi *elimino tutti gli ammortamenti fatti sullo stesso*;
 - Fondi per spese future, assimilabili a riserve di utile (+) che sovrastimano passività;
 - Fondi per rischi generici, assimilabili a riserve di utile (+) e sovrastimano passività;
 - Fondi per imposte differite, assimilabili a riserve di utile (+) che sono riferiti a costi non sostenuti "ad oggi" e quindi rettificati ai fini del calcolo del capitale investito "ad oggi";
 - Componenti straordinarie di reddito (+/-): se dobbiamo stimare il reddito operativo ad oggi dobbiamo sottrarre quelle positive ed aggiungere quelle negative perché "sporcano" il reddito non essendo un qualcosa di operativo/ordinario;
 - Fondo TFR, la cui permanenza tra le fonti finanziarie porta a non poterle considerare passività vere e proprie ma ad assimilarle a riserva di capitali/capitale permanente (+).
- b) **del Reddito Operativo** (al netto degli oneri fiscali che ne generano): parallelamente alle variazioni patrimoniali ci saranno delle variazioni economiche contrapposte che generano rettifiche dal punto di vista reddituale della stessa tipologia, ma viste dal punto di vista opposto:

- i. Plusvalenze relative ai valori di magazzino, che non erano stati contabilizzati a valori correnti e sottostimati al LIFO (es. avevo ripristinato le rimanenze per 120 e corrispondentemente avrò una plusvalenza di pari valore) (+);
- ii. Interessi passivi (+) perché non concorrono al reddito operativo, ma appartengono alla gestione finanziaria;
- iii. Spese ad utilità pluriennale (ad esempio l'avviamento) spese in un solo esercizio in quanto componenti economici che favoriscono la redditività nel lungo termine (+), vanno portate in aumento al reddito perché pur essendo delle spese, costituiscono un valore presente in impresa e da utilizzare in futuro;
- iv. Accantonamenti vari, non legati alla copertura di rischi specifici (+) che è la rettifica complementare a quella dei fondi (avevo accantonato, rettifico il fondo ai fini della determinazione del capitale investito netto e rettifico anche l'accantonamento per rischi futuri ai fini della determinazione del reddito operativo corrente);
- v. Quota di ammortamento dell'avviamento imputata all'esercizio (+), va ripristinato il valore dell'avviamento post-*impairment test* che rappresenta il valore di mercato;
- vi. Quota annuale di TFR, al netto dell'utilizzo (+).

L'EVA non solo può essere definito come un metodo di valutazione d'azienda, ma per la precisione è soprattutto una metodologia di stampo anglosassone per la valutazione delle imprese, la cui impostazione teorica non si allontana molto dal metodo misto (patrimoniale-reddituale), dal quale di discosta solamente per una diversa concezione di reddito e di costo del capitale investito. Secondo tale modello, la capacità di creare valore da parte dell'azienda, è legato al differenziale tra il saggio di redditività ed il costo delle risorse impiegate per il suo conseguimento (il surplus di valore determinato dall'EVA è proprio questa differenza).

Se, quindi, in un dato periodo temporale si vuole calcolare il valore dell'impresa, si dovrà effettuare l'attualizzazione del flusso dei redditi o valori da essa creati (*redditi/cash flow*) e sommare ad essi il valore iniziale del capitale investito.

In termini più analitici quindi, l'EVA è fondamentale per determinare il valore di una impresa ed è dato dalla somma tra VALORE DEL CAPITALE INVESTITO (valutazione patrimoniale al netto delle passività) e FLUSSO ATTUALIZZATO DEGLI EXTRAPROFITTI ("extra" perché è la differenza tra il rendimento e il costo di quell'investimento) che l'azienda è in grado di produrre in futuro; gli elementi alla base delle valutazioni di una azienda sono rappresentati dal Capitale Investito a valori correnti e rettificato, dal Valore Attuale dell'EVA atteso (l'EVA di ogni periodo) e dal Valore Attuale atteso degli investimenti futuri netti (*Net Profit Value*) che si presume verranno fatti.

Focus sul metodo di valutazione d'aziende: a questo punto si aprono due questioni molto rilevanti: 1) *per quale orizzonte temporale bisogna estendere le previsioni reddituali ai fini del calcolo del valore di una impresa* (il valore dell'azienda è frutto di un'attualizzazione di questi flussi di redditi futuri di n periodi, ma per quanti anni va fatta?); 2) *che tasso di attualizzazione bisogna utilizzare?*

La prima delle domande trova risposta univoca nella teoria del Competitive Advantage Period (CAP) secondo cui: per attualizzare i flussi attesi di reddito bisogna considerare l'arco temporale in cui si prevede che l'azienda riesca a realizzare dei rendimenti superiori al proprio costo del capitale ($r > WACC$), ovvero quell'arco temporale in cui l'azienda trae vantaggi competitivi verso i proprio concorrenti che si ripercuotono in maggiori rendimenti (un'azienda leader in un settore, infatti, ha un vantaggio competitivo che sfiorirà nel tempo perché i concorrenti si attrezzeranno per avvicinarsi all'azienda leader e di conseguenza anche i rendimenti decresceranno man mano che i *competitors* attenueranno questo vantaggio competitivo).

La seconda domanda (quale tasso utilizzare per l'attualizzazione) trova invece risposta nel WACC (Weighted Average Cost of Capital) che rappresenta la soglia minima accettabile del rendimento atteso dell'investimento in una impresa (se il mio capitale mi costa 100, io mi aspetto un

rendimento almeno pari a 100), ovvero la redditività minima che si deve perseguire per soddisfare gli investimenti stessi.

$$WACC = i_c \times \frac{E}{E+D} + i_d(1-t) \frac{D}{E+D}$$

Dove:

i_c = costo del capitale proprio,

i_d = costo del capitale di prestito al netto dell'incidenza fiscale,

E = valore di mercato del capitale proprio (Equity),

D = valore di mercato del capitale di prestito gravato di interessi,

$E+D$ = valore di mercato complessivo dell'impresa,

t = aliquota fiscale effettiva dell'azienda,

$(1-t)$ = perché siamo al netto delle imposte: il costo del capitale viene dedotto, diminuirà il reddito fiscale e allora per determinare il costo del capitale di terzi va considerata l'incidenza positiva sulle tasse che non verranno pagate su quegli interessi (effetto paratasse).

Matematicamente si può vedere che i primi due sono due costi/tassi di interesse del capitale (proprio e di terzi), il rapporto tra capitale netto e valore d'impresa indica quanto apporta l'imprenditore e il rapporto tra capitale di prestito e valore d'impresa indica la quota di finanziamento di terzi.

Vedendo le grandezze sotto questo punto di vista, si osserva come il *WACC* è la *media ponderata del costo delle diverse fonti di finanziamento*, ossia è la somma della quota di capitale proprio e della quota di capitale di terzi ponderate per i rispettivi costi.

Inoltre il costo del capitale proprio i_c è dato da: $i_c = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$

che è la stessa formula del ROE_{min} e *Dove:*

r_f = risk free rate, ossia il rendimento di un'attività priva di rischio (es. BOT)

r_m = rendimento medio del mercato

β_i = il rischio specifico della i -esima impresa.

N.B.: solitamente $i_c > i_d$, perché il costo del debito è fiscalmente deducibile mentre il costo dei mezzi propri deve tener conto della remunerazione del rischio imprenditoriale.

Il *WACC* è in ultima istanza *l'onere corrente sopportato dall'azienda quando si finanzia con capitali di origine esterna (proprietà e finanziatori).*

In conclusione, come visto, il metodo dell'EVA confronta e mette in relazione nel periodo:

- Il Rendimento Previsto dell'impresa o di uno specifico affare, con
- Il Costo delle risorse finanziarie acquisite.

Se Rendimento > Costo, l'impresa crea valore (mentre se Rendimento < Costo l'impresa distrugge valore ed è uscita dal suo CAP) e, se crea valore dimostrato dall'EVA positivo per n periodi, → sommando tutti gli EVA attualizzati realizzati nell'arco temporale considerato, si ottiene il **MARKET VALUE ADDED (MVA)** dell'impresa, ossia il valore creato dall'impresa o tutta la capacità dell'impresa di creazione di valore in quegli n periodi.

Il MVA può essere usato per determinare il valore dell'impresa, attraverso la somma di quanto è stato creato e quanto era disponibile inizialmente, collegando l'EVA a un multiplo di mercato, l'**Enterprise Value** che può essere così calcolato con un metodo misto composto da una componente reddituale e una patrimoniale:

$$EV = MARKET VALUE ADDED + Valore Attuale del CAPITALE INVESTITO NETTO$$

Nella formula del multiplo di mercato, il MVA corrisponde in qualche modo alla capitalizzazione di borsa mentre l'investimento netto/liquidità nette corrisponde al capitale investito netto.

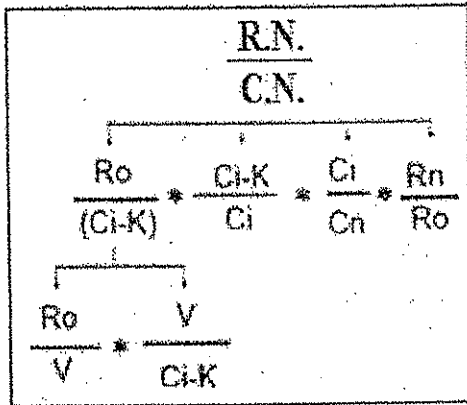
3.1.1. Le 4 DETERMINANTI del ROE

Il ROE può essere analizzato attraverso le sue diverse componenti e fattori da cui dipende:

- a) la situazione/struttura economica dell'impresa in termini di redditività operativa (ROE agganciato al rendimento della gestione caratteristica, più essa va bene e più è alto),

- b) la struttura finanziaria espressa mediante un indicatore di indebitamento, qui si annida il concetto di leva finanziaria che fa aumentare il ROE,
- c) l'onerosità della gestione finanziaria intesa come costo dell'indebitamento (es. interessi passivi),
- d) il contributo delle altre gestioni extra-operative (patrimoniale, fiscale e straordinaria).

Dallo schema seguente si vede come può essere scomposto il ROE nelle sue determinanti, il prodotto dei quattro componenti uguaglia il rapporto tra



reddito e capitale netto, in simboli:

- V = ricavi di vendita,
- Ro = risultato operativo,
- Ci - K = capitale investito nella gestione caratteristica, dove K sono investimenti extraoperativi (immobiliari e finanziari),
- Ci / Cn = indice di indebitamento (leverage),
- Rn / Ro = tasso d'incidenza delle gestioni caratteristiche (TIGEC).
- (Ci - K) / Ci = quanta parte del capitale investito è

impiegato nella gestione caratteristica; moltiplicando il ROI per questo fattore si ottiene la composizione degli investimenti, nella quale, se K = 0 allora questo fattore è pari a 1 (=1) e tutti gli investimenti hanno natura operativa.

E' possibile considerare un'ulteriore formula:

$$R_n = R_o + \text{proventi finanziari} - \text{oneri finanziari} + \text{risultato della gest. straordinaria} - \text{imposte}$$

Dalle componenti del ROE viene fuori un'ulteriore indicatore chiamato ROI.

3.1.1.1. Il ROI (Return on Investment) e il ROS (Return on Sales)

→ SIGNIFICATO: ROI (Return on Investment) esprime il tasso di redditività operativa/rendimento del capitale investito nella gestione caratteristica indipendentemente dalla forma utilizzata per ottenere le risorse, ossia la capacità della gestione caratteristica di generare reddito e di remunerare congruamente il capitale in essa investito (N.B.: da qualsiasi fonte esso provenga).

Alternativamente indica il tasso di ritorno degli investimenti operativi e si esprime come rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito nella gestione caratteristica:

→ FORMULA: $ROI = R_o / (C_i - K)$

Con (Ci - K) inteso come capitale investito operativo (nella gestione caratteristica) al netto di quella finanziaria (K), ossia l'insieme di investimenti extra-operativi dai quali si genera reddito (es. partecipazioni e titoli generano reddito ma finanziario, non operativo) di qualsiasi natura essi siano: patrimoniale o reale (gli immobili, usualmente vengono considerati come caratteristici) e finanziaria.

Si deve riclassificare lo S.P. per funzioni in modo da suddividere gli investimenti operativi da quelli extra-operativi e determinare il cosiddetto K contabile che corrisponde ad investimenti di natura finanziaria che possono avere origine corrente (titoli da negoziazione, c/c bancari, disponibilità liquide, cassa o simili) o extra-corrente (immobilizzazioni finanziarie in titoli, partecipazioni non consolidate o crediti finanziari).

Quindi, nonostante non prenda in considerazione la gestione finanziaria (K viene sottratto), assume un ruolo chiave ed è strumentale sia all'analisi delle scelte di finanziamento (espansione dell'indebitamento e politiche di leverage) sia allo studio delle relazioni tra redditività del capitale proprio (ROE) e l'onerosità dei finanziamenti (leva finanziaria).

Se il ROI è sensibilmente maggiore degli oneri finanziari, allora il management aumenta i debiti.

3.1.1.1.1. LE DETERMINANTI DEL ROI

$$ROI = ROS \times \text{TASSO DI ROTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI OPERATIVI}$$

Una sua formula alternativa è: $\frac{Ro}{V} * \frac{V}{(Ci - K)}$

Il ROI può essere scomposto in due fattori per mettere meglio in evidenza che la redditività operativa dipende: a) dal margine medio di guadagno sviluppato dal ciclo produttivo, b) dalla velocità con la quale si ripetono o presentano tali cicli in un periodo.

• 1° termine: è detto **ROS** (Return on Sales) è il tasso di ritorno o redditività delle vendite calcolato come rapporto tra reddito operativo e ricavi di vendita ed esprime il **margine medio unitario delle vendite della gestione caratteristica** o anche il **guadagno o margine medio di profitto ottenuto dallo svolgimento di un circuito produttivo**; è un **indicatore sintetico di efficienza interna ed esterna** e rappresenta in termini percentuali una sorta di **margine di contribuzione**, ossia la capienza di ricavi residui dopo aver coperto i costi operativi e necessaria a coprire gli ulteriori costi della gestione (imposte ed oneri finanziari soprattutto):

$$ROS = Ro / V \quad (\text{con } V = \text{fatturato di vendita})$$

→ È IL TASSO DI REDDITIVITÀ (AUTORLO) DELLE VENDITE

Il reddito operativo è influenzato dai ricavi operativi (prezzi, quantità venduta, mix di vendita) e costi operativi (consumi di materie, costi del personale, ammortamenti e svalutazioni).

• 2° termine: $V/(Ci - K)$ è l'anello di congiunzione tra struttura economica e struttura finanziaria ed esprime il **tasso di rotazione degli investimenti di tipo operativo**, indica quante volte si recuperano gli investimenti attraverso lo svolgimento dell'attività caratteristica in un esercizio, ovvero quante volte tornano sotto forma finanziaria; in chiave economica è il ricavo medio per unità di investimento intesa come la capacità, del capitale investito, di produrre ricavi.

TASSO DI ROTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI OPERATIVI

Il tasso di rotazione degli investimenti può essere visto come **OCT (Operating Capital Turnover)** che funge da anello di congiunzione tra analisi economica e dinamica finanziaria ed è il moltiplicatore della redditività operativa, perciò un suo elevato valore determina un forte controllo degli investimenti.

OCT

Il capitale investito operativo viene modificato ogni qualvolta **variano il capitale circolante lordo** (rotazione scorte materie, prodotti e crediti v/clienti) **e/o le immobilizzazioni** (attivo fisso).

QUANTE VOLTE RECUPERO INVESTIMENTI E ATTIVITÀ FINANZIARIE

Le due determinanti del ROI definiscono strutture operative diverse:

- Le grandi distribuzioni organizzate (GDO) operano con un basso ROS e quindi hanno un saggio medio di guadagno bassissimo, ma il loro obiettivo è avere un elevato tasso di rotazione;
- Società elettriche (es. ENEL) hanno un ROS alto (30/35%, cioè su 100 di ricavi, il 35 è libero in impresa) ma hanno rotazioni basse (0.2%) e recuperano il capitale investito in più anni (es. 20% l'anno, in 5 anni), perciò $ROI = 0,35 * 0,20 =$ circa il 7% dividendo il ROS per 5 anni.

LA AUMENTO IL ROI AUMENTANO IL ROS O L'OCT.

Per aumentare il ROI ci sono due alternative: **aumentare il ROS** (indice di efficienza interna ed efficacia esterna) o **aumentare l'OCT** (a parità di ROS, aumenta la redditività tenendo inalterati i margini di guadagno unitari).

3.1.1.1.2. LE DETERMINANTI DEL ROS

Il ROS è sintesi dell'efficacia e della competitività esterna dell'impresa sui mercati ed anche dell'efficienza interna della combinazione produttiva; si può riscrivere così:

→ È UN INDICATORE SINTETICO DELL'EFFICIENZA INTERNA ED ESTERNA

$$ROS = Ro/V = (V - Co)/V$$

CON IL ROS STUDIO

Dove Ro rappresenta *efficacia esterna* e V l'*efficienza esterna*.

Tramite il ROS si può studiare la competitività dell'impresa nei mercati di sbocco e l'efficienza interna attraverso l'analisi di come è variato il margine di ricavi ($\Delta V/V$) nelle diverse aree di business; se la redditività operativa di un'impresa è bassa bisogna stabilire e indagare su quali variabili sia meglio agire:

- a) Sull'efficacia esterna agendo sulle vendite, che costituiscono determinanti del ROS e analizzando il C.E. orizzontalmente e verticalmente:
- o I ricavi operativi: le quantità fisiche vendute, i prezzi di vendita e il mix di vendita,
 - o I costi operativi: i consumi di materie in termini di quantità fisiche e prezzo d'acquisto, i costi del personale, gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni.

→ Strumenti di intervento sull'efficacia esterna: analisi per ASA e prodotti come

- Conto Economico a margine di contribuzione (già visto),
- Le break even analyses,
- Lo studio della leva operativa.

b) Sull'efficacia interna agendo sugli investimenti e sulla rotazione del capitale investito mediante analisi dell'elasticità strutturale degli stessi e valutando ipotesi di ristrutturazione interna.

→ Strumenti di intervento sull'efficacia esterna: analisi funzionali e analisi per natura.

Per aumentare il ROS occorre: aumentare i ricavi operativi (a parità di costi aumentano gli output di vendita e l'efficacia esterna nei mercati di sbocco) o aumentare il rapporto percentuale ricavi operativi/costi operativi (ciò aumenta l'efficacia esterna).

Nelle note ai conti si trova il segmental reporting che dà informazioni per ogni business unit in cui opera il gruppo e consente, a livello di singolo prodotto, di vedere il margine di contribuzione e fare un'analisi di Break Even Point e di studio della leva operativa (che verranno viste in seguito).

3.1.1.2. Capitale Operativo / Capitale Investito

→ SIGNIFICATO: è una determinante del ROE, indaga in particolare dentro l'analisi della redditività aziendale, quanto pesa il capitale investito operativo, sul totale del capitale investito.

→ FORMULA: $[(C.I. - K) / C.I.]$ è la quota/percentuale di capitale investito nella gestione caratteristica. [Esempio: se è 93,65% significa che il restante 6,35 è investito in quella finanziaria.]

3.1.1.3. LEVERAGE (LEVA FINANZIARIA) → $\frac{\text{CAPITALE INVESTITO}}{\text{CAPITALE NETTO}}$ (È UN INDICE DI

→ SIGNIFICATO: può essere ricavato un ulteriore indice di indebitamento utilizzato nella scomposizione del ROE è il LEVERAGE che rappresenta la capacità del management di moltiplicare gli investimenti nel capitale di proprietà, facendo leva sull'aumento dei debiti generalmente intesi e si calcola come rapporto tra il capitale investito e il capitale netto.

→ FORMULA:

$$\text{LEVERAGE} = \frac{\text{Capitale Investito (C.I.)}}{\text{Capitale netto (C.N.)}}$$

Ci dice, per ogni 100 € di capitale investito, quanto l'azienda riesce a moltiplicare gli investimenti

Esempio → un Leverage = 4 significa che $C_i > C_n$, precisamente, il capitale investito è pari a 4 volte il capitale netto (di proprietà) e ciò vuol dire che il 25% degli investimenti è coperto da capitale di proprietà mentre il restante 75% è coperto tramite indebitamento: Debiti / totale fonti (C_i) o anche Debiti / C_n .

È un indicatore collegato al rischio perché misura l'attitudine dell'impresa a creare investimenti con fonti di finanziamento a debito, perciò un aumento degli investimenti provoca un aumento del

LEVERAGE e, conseguentemente, si modifica il profilo di rischio dell'impresa (*rating*) determinando un aumento futuro degli oneri e interessi passivi.

Il livello di *LEVERAGE* dipende da calcoli di convenienza economica e sostenibilità:

a) quanto più è oneroso il capitale di prestito, tanto meno costa l'indebitamento e quindi le imprese tendono a sostituire il capitale proprio con quello di terzi;

b) la sostenibilità della gestione finanziaria sotto il profilo economico viene valutata con un indicatore apposito: il COVERAGE.

Nell'ambito della gestione del ROE, la struttura finanziaria può essere analizzata sotto altri diversi punti di vista con indici di indebitamento che possono evidenziare:

1. *Visuale più ristretta*: C.I.N. / C.N.

al posto del capitale investito utilizza il Capitale Investito Netto (CIN = CCN + A.F. ovvero CCL + A.F. + Debiti Correnti) ottenendo una misura della capacità del management di moltiplicare il capitale di proprietà (conseguendo utili) in investimenti facendo leva solo su debiti finanziari (onerosi);

2. *Ulteriore scomposizione*: quanto maggiore è il *LEVERAGE*, tanto maggiore è il contributo/peso dei debiti sul totale delle fonti di finanziamento e questo peso può essere analizzato trovando due sotto-indicatori "*complementari*": solidità patrimoniale = $\text{Capitale Netto} / \text{Fonti}$ e grado d'indebitamento = $\text{Debiti} / \text{Fonti}$ che si analizza nello specifico;

3. *Grado d'indebitamento*: comprende sia debiti correnti sia finanziari onerosi di cui si determina il peso in termini di composizione; un ulteriore elemento di informazione per l'analisi del grado d'indebitamento oneroso è la verifica di come sono strutturati i debiti finanziari rispetto al totale delle fonti, in relazione alla loro scadenza (breve, medio, lungo termine).

3.1.1.3.1. COVERAGE

→ SIGNIFICATO: è l'indice che serve a valutare la sostenibilità dell'indebitamento (gestione finanziaria) sotto il "profilo economico", ossia sotto forma di interessi passivi e nella sua formula generale si calcola come rapporto tra il reddito operativo e gli oneri finanziari.

→ FORMULA: COVERAGE = $\text{Reddito Operativo} / \text{Oneri Finanziari}$, anche visto come:

- Spurio: $\text{Reddito Operativo} / (\text{Oneri} + \text{Svalutazioni})$
- Puro: $\text{Reddito Operativo} / \text{Interessi Passivi}$

Nel suo significato puro indica quanto la gestione caratteristica sostenga l'impatto economico e la sostenibilità di una posizione d'indebitamento finanziario.

Permette di concludere che si può fare ricorso al capitale di prestito fino a quando l'onerosità della gestione finanziaria non assorbe troppa redditività della gestione caratteristica (limite al ricorso al capitale di rischio).

3.1.1.4. Contributo delle altre gestioni

Va fatta una premessa: oltre alla gestione caratteristica e a quella finanziaria in senso stretto (interessi passivi), a volte occorre considerare una serie di componenti residuali di C.E. possono aver assorbito o generato risorse:

- *Gestione finanziaria in senso lato*: proventi o altri costi in termini di svalutazione,
- *Gestione straordinaria*: in riferimento a un possibile reddito straordinario,
- *Gestione fiscale*: usualmente assorbe risorse pari a circa il 30% a meno che non si riportino imposte anticipate per imposizione futura.

ESULTA, DI ALTRA, EFFETTI MAJIMI SULLA REDDITIVITA' NETTA DELL'IMPRESA (ROE), POCHI
 MAJIMA L'INCLINATA DEL COSTO DELLA GESTIONE

→ **SIGNIFICATO:** Il **TIGEC** (Tasso di Incidenza della Gestione Extra-Caratteristica) misura quanto reddito netto viene assorbito/generato dalle altre gestioni extra operative.

→ **FORMULA:** $TIGEC = R.N. / R.O. =$

R.O. +/- Gestione Accessoria +/- Gestione Finanziaria +/- Gestione Straordinaria +/- Imposte
 R.O.

(COE DELL'AREA A
 ESSA NETTUMI), DELLA GESTIONE
 STRAORDINARIA E
 DI QUELLA FINALE

E' un indice troppo sintetico e molto variabile nel tempo, ma nella prassi in condizioni normali è atteso intorno allo 0,6-0,65 ($R.N./R.O. \approx 60-65\%$) e ciò significa che in condizioni di equilibrio la gestione extracaratteristica assorbe circa il 40% delle risorse economiche.

Quando esce fuori da questo range significa che c'è stata un'altra gestione che ha inciso maggiormente sulla creazione del reddito netto.

Vediamo le varie alternative:

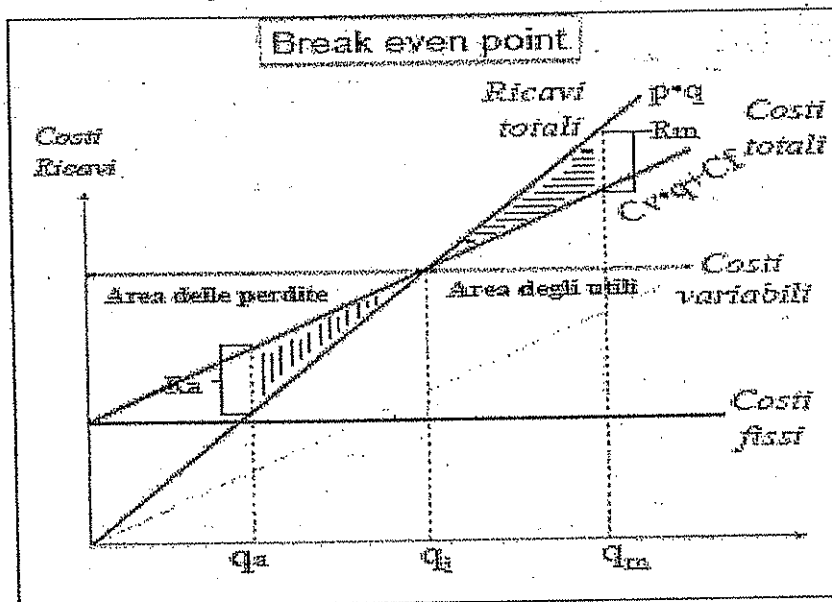
- $TIGEC > 1$ [es. = 1,5] deriva da $R.N. > R.O.$: si è verificato un forte contributo anomalo alla redditività di periodo da parte della gestione extracaratteristica/extraoperativa, soprattutto di quella straordinaria;
- $TIGEC < 0,6$ [es. = 0,25] deriva da $R.N. < R.O.$: la gestione extracaratteristica assorbe risorse in eccesso, ossia qualche gestione ha assorbito eccezionalmente redditività operativa;
- $TIGEC =$ fra 0,7 e 0,9 deriva da $R.N. < R.O.$: c'è un buon impatto della gestione extracaratteristica che ha consentito all'azienda di coprire parzialmente l'impatto degli oneri finanziari e imposte.

3.2. ANALISI DI REDDITIVITA'

3.2.1. Il diagramma di redditività e il Break Even Point (BEP)

E' un diagramma che da informazioni sulla redditività, sui piani strategici e di bilancio dell'impresa (piani strategici presenti nei siti web dell'impresa alla sezione *investment operation*).

Il **break even point (BEP) o punto di pareggio** è il punto in cui i ricavi operativi, intesi come fatturato, sono uguali ai costi operativi ($RT = CT$) basati sulla distinzione tra costi fissi e costi



variabili, quindi, identifica la quantità da produrre e vendere per raggiungere il punto di pareggio.

Quest'ultimo diventa un obiettivo di primaria importanza da raggiungere: nel caso in cui un'azienda si trovi nell'area delle perdite e si vuole sapere sia quanto manca per raggiungerlo sia come ottenerlo, sottostando ai vincoli di capacità che non consentono di aumentare le quantità all'infinito.

Quindi se ci si trova a destra del BEP l'impresa consegue un utile ed è in attivo, se si "cade" a sinistra del BEP, ossia per una quantità al di sotto di quella di pareggio, c'è una perdita (area delle perdite) e ci sono tre opzioni che possono essere scelte:

- *Ridurre il livello dei costi fissi*: l'effetto fa traslare verso il basso la retta dei costi totali, a parità di ricavi totali e l'intersezione tra RT e CT si abbassa e si sposta verso sinistra → la quantità necessaria per avere il BEP è minore;

- *Ridurre il costo medio variabile unitario* rappresentato dall'inclinazione (coefficiente angolare) della retta dei costi variabili, si agisce sul ROS e sull'OCT per migliorare l'efficienza interna ed efficacia esterna (N.B.: sposta la condizione di equilibrio a sinistra);

- *Aumentare i prezzi di vendita* rappresentati dall'inclinazione (coefficiente angolare) della retta dei ricavi totali; è importante sapere di quanto si è in perdita ai fini della valutazione dei piani strategici).

I costi variabili crescono in base al costo medio variabile unitario (per singolo prodotto) che rappresenta il coefficiente angolare della retta CV e si ipotizza costate pari a 1 per semplicità; anche i ricavi totali (Prezzo x Quantità) si ipotizzano costanti.

3.2.2. Leva Operativa, Leva Finanziaria e Leva Azionaria

3.2.2.1. Leva Operativa

La **leva operativa (L)** è un indice di rischio operativa dell'impresa e costituisce un particolare aspetto del coefficiente di rischio Beta (β).

Si tratta di un indice di bilancio che permette di determinare tale rischio operativa dell'impresa, indica (l'elasticità) quanto varia il reddito operativo rispetto al variare della quantità o del volume produttivo quantificando la sensibilità del fatturato alle variazioni del volume produttivo.

Questa grandezza permette di studiare quanto maggior reddito viene generato se si modifica la quantità prodotta, ossia la sensibilità del reddito operativo a variazioni infinitesimali del volume produttivo [N.B.: *rischio = variabilità*, il rischio non ha una connotazione sempre e solo negativa].

E', in pratica, un rapporto incrementale (matematicamente è la derivata del reddito operativo

LEVA OPERATIVA

Quantifica la sensibilità del fatturato al variare del volume produttivo

$$L = \frac{\Delta Ro / Ro}{\Delta Q / Q} = \frac{MC}{Ro}$$

rispetto alla quantità) che mostra come varia la redditività operativa all'aumentare della quantità:

$$L = \frac{\Delta Ro / Ro}{\Delta Q / Q} = \frac{MC}{Ro}$$

Dove $Ro = MC - CF = mcQ - CF$ ed "MC" inteso come margine di contribuzione per la copertura dei costi fissi.

Un'impresa che ha un maggior livello di leva operativa è più rischiosa; maggiore è la presenza di costi fissi e tanto più alto sarà il grado di leva operativa, ed inoltre, maggiore è il grado di leva operativa e tanto più l'impresa è rischiosa (rischio inteso come variabilità/varianza).

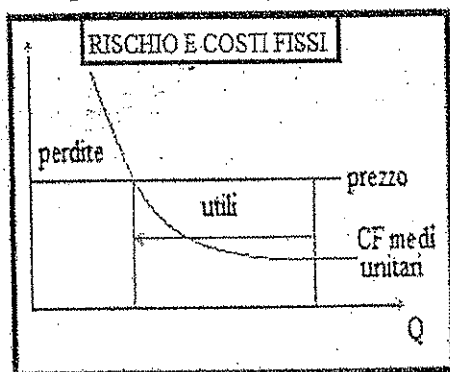
Al concetto di Leva Operativa, infatti, si aggancia il concetto di rischio operativo o "variabilità/volatilità" del risultato: esiste una legame per il quale le possibilità di guadagno/perdita dipendono dalle quantità prodotte e vendute (fatturato) e dalla struttura dei costi.

Quando il mercato va bene (le quantità aumentano perché la domanda si espande) e conviene avere più costi fissi, ma se il mercato regredisce (la domanda si ritrae) conviene averne di più variabili:

- *Strutture basate prevalentemente su costi fissi (prevalentemente rigide)* si caratterizzano perché il costo medio decresce all'aumentare della quantità prodotta/venduta e si hanno aumenti delle possibilità o saggi marginali (si espandono le possibilità di profitto), mentre se le quantità

prodotte/vendute si riducono il guadagno diminuisce fino ad effettiva perdita (il profitto decresce più che proporzionalmente) → profitti concentrati "sulle ali della distribuzione".

Le imprese con strutture a prevalenza di costi fissi sono più rischiose perché hanno maggiore



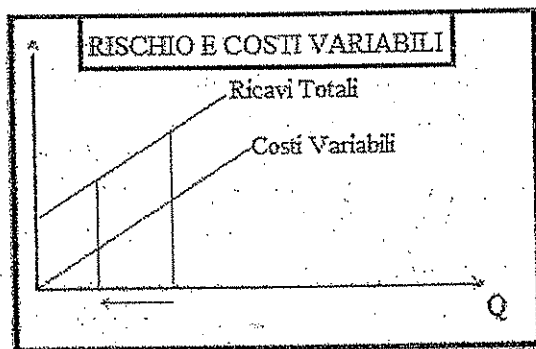
variabilità (vedi grafico):

A) all'aumento delle quantità prodotte e vendute, la redditività operativa tende a crescere perché a parità di prezzo di vendita, diminuiscono i costi medi unitari; ciò implica maggiori opportunità di guadagno se le cose vanno bene, ossia la domanda si espande.

B) se le quantità si riducono, a prezzo costante, aumentano i costi medi unitari e si riducono gli utili via via fino ad arrivare in perdita; ciò significa maggiore intensità delle perdite se le cose vanno male (domanda bassa).

• Strutture basate prevalentemente su costi variabili (prevalentemente elastiche) sono meno rischiose perché hanno stesse opportunità di guadagno o perdita all'aumentare o al diminuire della quantità (il saggio marginale di guadagno o margine di contribuzione unitario rimane costante), ossia si riduce o sale in maniera esattamente proporzionale alla variazione della quantità.

Le imprese con strutture a prevalenza di costi variabili sono meno rischiose perché hanno minore



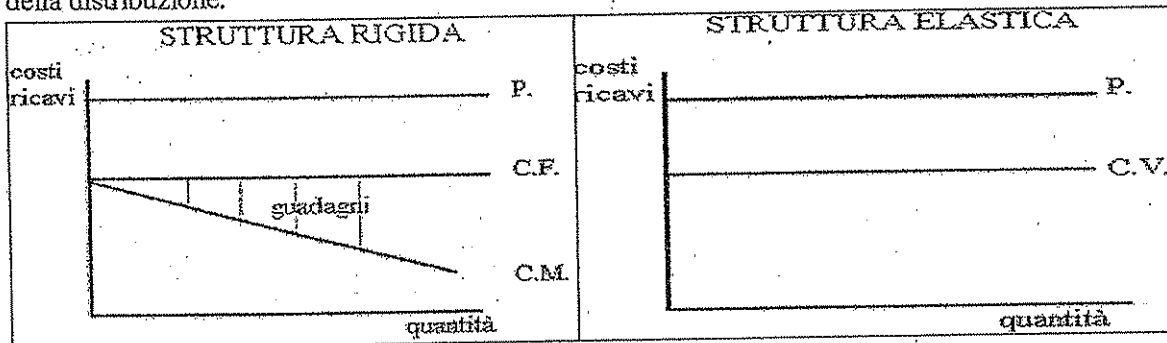
variabilità, sono "costanti":

A) se aumentano la quantità prodotta e le vendite, il margine di guadagno sarà sempre lo stesso;

B) se riduco le quantità, le perdite di guadagno sono esattamente proporzionali alla riduzione delle quantità stesse.

La tipologia di struttura dei costi (fissi o variabili) può quindi essere usata per determinare il grado di rischiosità dell'impresa, cioè il suo grado di variabilità operativa.

Il costo medio (costi/quantità) è fisso al variare della quantità e i profitti si concentrano "al centro" della distribuzione.



[N.B.: $(P - CV_{Unit})$ = margine di contribuzione unitario; dove: CV_{Unit} = costo medio variabile unitario;

$$BEP = CF / (P - CV_{Unit})$$

Quindi il guadagno dell'impresa = $(P - CV_{Unit}) \times Q$. Dove: Q = quantità venduta superiore a Q_{BEP} ; la leva operativa è il reciproco di CF / CV e quando è alta l'impresa è più rischiosa, quando è nulla il reddito operativo è insensibile alle variazioni delle quantità.]

Vediamo un esempio su come interpretare la leva operativa:

| | Azienda A | Azienda B |
|----------------|-----------|-----------|
| Vendite | 1.800.000 | 1.800.000 |
| CV | 300.000 | 1.050.000 |
| MC | 1.500.000 | 750.000 |
| CF | 1.320.000 | 570.000 |
| Ro | 180.000 | 180.000 |
| quantità | 10000 | 10000 |
| CF/CV | 4,40 | 0,54 |
| Leva Operativa | 8,33 | 4,17 |

L'azienda A ha una maggiore leva operativa perché ha una struttura in cui prevalgono i costi fissi.

[Aumento delle vendite del 10%

Ro "A" = 180.000 + 180.000 x 0,10 x 8,33 = 330.000;

Ro "B" = 180.000 + 180.000 x 0,10 x 4,16 = 255.000.

Riduzione delle vendite del 10%

Ro "A" = 180.000 + 180.000 x (-0,10) x 8,33 = 30.000

Ro "B" = 180.000 + 180.000 x (-0,10) x 4,16 = 105.000.]

Se A e B aumentano le vendite si può vedere come il Reddito operativo di A diventi maggiore di quello di B in quanto la leva operativa maggiore da un più alto grado di opportunità di guadagno (8,33 > 4,17). Di converso se le vendite diminuiscono A ci perde di più.

Maggiore leva operativa = maggiore rischio!!

(VOLATILITÀ)

Quando si comprano azioni con l'idea di guadagnare in futuro, anche se un'impresa ha costi variabili, bisogna tener presente a che punto della recessione si è, perché se la recessione economica continua, allora i costi variabili premiano, altrimenti in caso di ripresa giova avere più costi fissi.

3.2.2.2. Leva Finanziaria

La leva finanziaria (ROE) mostra la convenienza o la non convenienza dell'indebitamento (costoso) come mezzo per aumentare le opportunità di guadagno tramite l'investimento delle risorse ottenuto.

La leva finanziaria dice che se i debiti finanziari aumentano, il ROI aumenta solo se la rendita della gestione caratteristica è maggiore del tasso di interesse. [R.O. = ROI x Capitale Investito]

E' quella leva che consente di aumentare la redditività d'impresa (ROE) attraverso un aumento dell'indebitamento nel caso di $ROI > i$.

LEVA FINANZIARIA

$$ROE = \left[ROI + \frac{\text{Debiti correnti}}{C_n} ROI + \frac{\text{Debiti finanziari}}{C_n} (ROI - i) \right] (1 - t)$$

Il ROE visto sotto questo punto di vista, dipende dalla redditività della gestione caratteristica e dal livello di indebitamento: se $ROI > i$ si ottiene uno spread pari a " $(ROI - i)$ ", che però non è tutto a disposizione perché una parte viene trattenuta dallo stato con

un'aliquota fiscale pari a t , perciò si ottiene effettivamente lo spread netto, ossia moltiplicato per " $(1 - t)$ " costituito dall'incidenza delle imposte ed anche detto effetto parafiscale.

A parità d'incidenza dei debiti correnti, fino a quando vale la condizione $(ROI - i) * (1 - t) > 0$, esiste la tendenza ad incrementare debiti di finanziamento che produce indirettamente un aumento del ROE (Ro aumenta → R.N. aumenta → ROE aumenta).

Questa situazione si verifica in presenza di $ROI > i$ (la redditività/rendimento della gestione caratteristica è maggiore del tasso d'interesse sul debito): c'è sistematicamente una tendenza dell'imprenditore ad aumentare le proprie posizioni di debito per avere un aumento della redditività aziendale misurata con il ROE.

All'aumentare dell'indebitamento aumenta la redditività dell'impresa quindi conviene indebitarsi poiché tramite la gestione corrente si ottengono le risorse per ripianare il debito e la sua onerosità (il ROE aumenta).

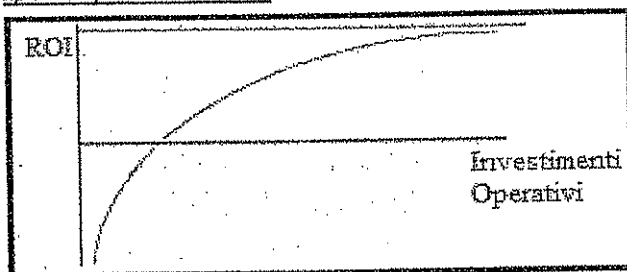
[Esempio: prendo in prestito al 4%, finanzia l'impresa e ottengo il 10% di risultato dalla gestione operativa → si guadagna il 6%.]

Un aumento del ROE significa che come margine su ogni operazione si guadagna uno spread dato dalla differenza tra il rendimento della gestione caratteristica (da investimenti delle risorse finanziarie di tipo operativo) e gli oneri finanziari da pagare per il capitale di prestito.

| | | | ESEMPIO \rightarrow $ROI = \frac{RO}{C}$ | | | | | |
|---|---------------------------|-------------------------------|--|---------------------------|-------------------------------|---|---------------------------|-------------------------------|
| | | | $ROI = 20\%$ $i = 10\%$ | | | | | |
| ① | Capitale Investito 100 | Capitale Netto 100 | ② | Capitale Investito 200 | Capitale Netto 100 | ③ | Capitale Investito 300 | Capitale Netto 100 |
| | $R_o = 20$ | $R_n = \frac{20}{100} = 20\%$ | | $R_o = 40$ | $R_n = \frac{50}{100} = 50\%$ | | $R_o = 60$ | $R_n = \frac{40}{100} = 40\%$ |
| | $OF = -$ | | | $OF = 10$ | | | $OF = 20$ | |
| | $R_n = 20$ | | | $R_n = 30$ | | | $R_n = 40$ | |

N.B.: Nel primo caso tutto è finanziato con capitale di proprietà e si vede che, in assenza di indebitamento, si ha $ROI = ROE$ e $R.N. = R.O.$; nel secondo e terzo caso si vede come al crescere dell'indebitamento, la redditività sale.

Ipotesi più realistiche: all'aumentare degli investimenti, i rendimenti di capitale (margine) sono



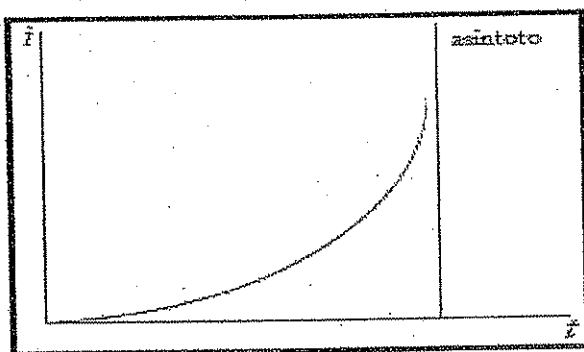
decrementi perciò non si può assumere un ROI costante all'aumentare del volume degli investimenti. N.B.

All'inizio, all'aumentare del volume degli investimenti, i rendimenti che si ottengono sono più che proporzionali fino a un tempo t_n dal quale i rendimenti cresceranno con

minore velocità incontrando il proprio limite (la retta in rosso, asintoto).

Esiste un fondamentale rapporto tra il **profilo di rischio d'impresa e la leva finanziaria**: occorre stare attenti a come "si spinge" sulla leva finanziaria perché man mano che si ricorre all'indebitamento (al tasso i) si modifica il profilo di rischio finanziario e l'affidabilità di cui si gode coi creditori; tanto è maggiore l'indebitamento rispetto al capitale, tanto minore sarà l'affidabilità finanziaria e i creditori aumenteranno i tassi d'interesse per tutelarsi al fine di coprire il maggior rischio. N.B.

Tutto ciò significa che se il tasso d'interesse aumenta, la banca cercherà di recuperare prima le somme prestate perché il cliente è più rischioso, oppure effettuerà un ulteriore aumento del tasso.



La leva finanziaria ha dei limiti: da ciò che si deduce, anche i tassi d'interesse non sono costanti nel tempo ma tendono ad essere più bassi inizialmente (per la minore rischiosità dei clienti) ed aumentare col passare del tempo, fino ad un livello per cui non si riesce più a concedere prestiti (asintoto verticale).

[Per gli investimenti fissi il tasso d'interesse è EURIRS ROD a 10 anni (2,38%)]

Da ciò si deduce che la **leva finanziaria** determina aumenti della redditività fino a quando esiste **spread positivo** tra ROI e tasso d'interesse i . le condizioni di partenza che permettono di sfruttare la leva finanziaria tendono a modificarsi nel tempo al cambiamento del profilo finanziario dell'impresa.

Partendo da una situazione in cui all'aumentare dell'indebitamento aumenta la redditività, va prestata attenzione a come si sfrutta la leva finanziaria perché la situazione potrebbe ribaltarsi: occorre sempre controllare e monitorare che non venga superata la soglia in corrispondenza della quale si inverte la relazione tra redditività e costo dell'indebitamento e diventa $ROI < i$.

↳ LE SITUAZIONI VANNO, I TASSI DI INTERESSE ED I PROFITTI DI AZIENDA VANNO.

In presenza di $ROI < i$ l'effetto dell'indebitamento è de-moltiplicativo sulla redditività del capitale netto; in questo caso, se aumenta l'indebitamento diminuisce la redditività dell'impresa, (vedi esempio) perché le condizioni di base sono troppo stringenti.

Nel caso in cui il ROI sia minore del tasso di interesse bisogna ristrutturare l'impresa riducendo gli investimenti tramite dismissioni oppure aumentando il capitale di proprietà.

Occorre una politica che permetta di ridurre l'indebitamento: disinvestire progressivamente, ristrutturare l'impresa al fine di recuperare risorse finanziarie per rimborsare i debiti finanziari.

INSTRUMENTI
 ↳ INVESTIMENTI (CAPINNETTO)
 ↳ CAPITALE DI PROPRIETÀ

IN CERIALE, PER AUMENTARE L'INDEBITAMENTO

ALL'AUMENTARE DEL TASSO DI RENDIMENTO MARGINALE DEL CAPITALE DECRESCENTE SI C.A.

| ESEMPIO | | | | $ROI = \frac{Ro}{Ci}$ | | | |
|---------|---------------------------------|----------------------|---|-----------------------|---------------------------------|----------------------|---|
| ① | Capitale investito 100 | Indebitamento - | Capitale Netto 100 | ② | Capitale investito 200 | Indebitamento 100 | Capitale Netto 100 |
| | $\frac{Ro}{OF} = \frac{10}{10}$ | | $\frac{Rn}{Cn} = \frac{10}{100} = 10\%$ | | $\frac{Ro}{OF} = \frac{20}{15}$ | | $\frac{Rn}{Cn} = \frac{5}{100} = 5\%$ |
| | $= \frac{Rn}{Cn} = 10$ | | | | $= \frac{Rn}{Cn} = 5$ | | |
| ③ | Capitale investito 300 | Indebitamento 200 | Capitale Netto 100 | ④ | Capitale investito 400 | Indebitamento 300 | Capitale Netto 100 |
| | $\frac{Ro}{OF} = \frac{30}{30}$ | | $\frac{Rn}{Cn} = \frac{0}{100} = \text{nilo}$ | | $\frac{Ro}{OF} = \frac{40}{45}$ | | $\frac{Rn}{Cn} = \frac{(5)}{100} = (5\%)$ |
| | $= \frac{Rn}{Cn} = 1$ | | | | $= \frac{Rn}{Cn} = (5)$ | | |

• Quando aumenta l'indebitamento, il tasso d'interesse cresce perché aumenta il rischio d'insolvenza dell'impresa;

• Il tasso d'interesse è relativo all'andamento del mercato e quindi è variabile (in periodi di crisi tende ad essere basso);

• Il ROI tende a decrescere nel tempo per via dei rendimenti marginali del capitale decrescenti e dell'aumento del tasso di rischio.

Anche in questo caso quando l'indebitamento è assente si ha $ROE = ROI$.

[Indice particolare è il ROD (Return of Debts) è la capacità dell'impresa di remunerare il capitale di debito e l'incidenza degli oneri finanziari sulla redditività complessiva: $ROD = \text{Oneri finanziari} / \text{Debiti finanziari medi}$.

Genera dei problemi perché pone a rapporto una variabile flusso con una variabile stock: i primi comprendono solo gli interessi passivi (le svalutazioni il prof non le vuole in mezzo) e non le commissioni bancarie mentre i secondi vengono calcolati come media (Debiti iniziali+Debiti finali / 2) per limitare la tendenza a sottostimare l'onerosità dei debiti finanziari.

Può comunque succedere che si abbiano ROD troppo alti o troppo bassi, il ROD viene affiancato all'EURIRS a 10 anni (se i debiti sono a medio-lungo termine) e se ne confronta e giudica la differenza.]

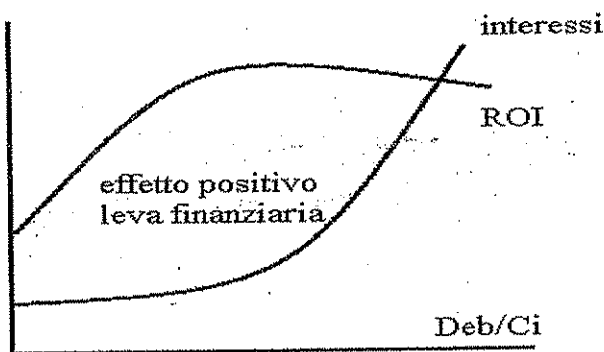
NEL LUNGO PERIODO

Lo sfruttamento della leva finanziaria tende a generare effetti che annullano le condizioni da cui esso dipende:

- diminuisce il tasso di rendimento degli investimenti (rendimenti marginali del capitale decrescenti e incremento del tasso di rischio);
- aumenta il costo del capitale.

La condizione ($ROI > i$) tende a trasformarsi in ($ROI < i$).

L'ipotesi forte della leva finanziaria è che le condizioni non mutano, ma in realtà possono invertirsi:



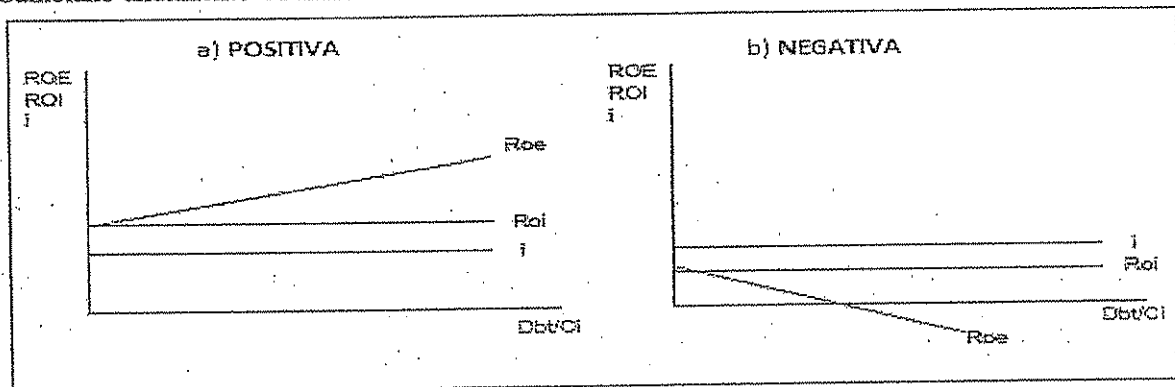
LEVA FINANZIARIA POSITIVA
 A) Se il ROI è maggiore del tasso di interesse, il ROE cresce più che proporzionalmente

B) Se il ROI è minore del tasso di interesse, il ROE decresce più che proporzionalmente. → LEVA FINANZIARIA NEGATIVA

In realtà il ROI non è sempre costante. Tende prima a crescere grazie a rendimenti del capitale ed economie di scala e poi a decrescere nel lunghissimo periodo; così anche il tasso di interesse varia: cresce all'aumentare del debito.

Si parla di sensibilità alle condizioni endogene ed esogene all'impresa ed in proposito sia il tasso d'interesse sia il ROI sono parzialmente esogeni e risentono dell'andamento del ciclo economico.

Cambiano andamento e rendimento in base alla leva finanziaria sia positiva (a) o negativa (b).



Lo studio della leva finanziaria attiene all'obiettivo cardine del sistema degli indicatori di redditività di indagare la capacità della gestione di investire le risorse ad un tasso compatibile con l'onerosità delle stesse.

3.2.2.3. Leva Azionaria

E' utile fare riferimento alle voci tipiche del bilancio consolidato che sono: Patrimonio netto (si divide in Patrimonio netto della holding che viene considerato il "patrimonio del gruppo" e in Patrimonio netto della minoranza) e Utile (si divide in Utile della holding considerato "l'utile del gruppo" e Utile della minoranza).

(LEVA DI AZIONI)

La Leva Azionaria è data dal rapporto tra la quota azionaria (di capitale sociale) detenuta da una società capogruppo nei confronti delle società operative (controllate) alla base della "piramide" delle partecipazioni societarie (al vertice della piramide si trova la capogruppo).

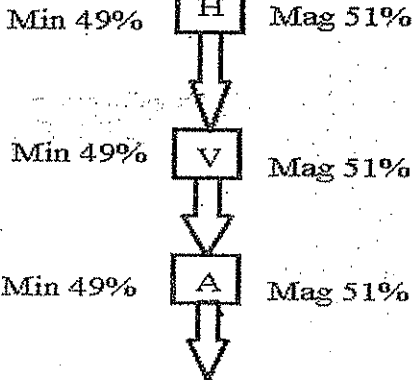
Questo indice, che fornisce sostanzialmente il capitale controllato per unità di capitale investito, misura perciò quante volte si moltiplica il possesso integrato della capogruppo all'interno della catena delle partecipazioni azionarie.

Ovviamente la leva azionaria cresce all'allungarsi della catena che si snoda a partire dalla capogruppo sin fino alla base della piramide delle controllate.

La holding viene vista come se fosse unitaria, ossia come se fosse tutta maggioranza senza considerare la minoranza anche se in realtà sono presenti delle minoranze anche nella holding.

Si può aumentare la catena di controllo per aumentare il coinvolgimento nei propri investimenti da parte degli azionisti di minoranza.

(fonti fin. di terzi)



Vediamo come si può comportare un holding per comandare una società (es. A) raggiungendo l'obiettivo tramite lo sfruttamento della leva azionaria: in questo grafico la Holding (H) ha un **controllo indiretto** su A, per raggiungere il suo obiettivo ha bisogno solo del 51% del controllo e può lasciare il restante 49% rivendendolo a terzi che entrano a far parte del capitale di minoranza.

Se si calcolasse il **controllo diretto** della holding si dovrebbe fare il seguente calcolo: $0,51 \times 0,51 = 0,25$. Quindi la holding ha un controllo diretto pari solo al 25%.

Se si aumentano le **società veicolo** (es. introducendo V) si **inserisce sempre più capitale di minoranza** e si

riesce a controllare la società obiettivo con un controllo diretto piccolissimo (è l'esempio di Tronchetti Provera che controllava Telecom con il 2%).

Per vedere se un gruppo sfrutta la leva azionaria si fa questo rapporto:

Patrimonio Netto della Holding / Patrimonio Netto della Minoranza

Esistono 2 tipi di ROE: quello della maggioranza e quello della minoranza e si può quindi calcolare anche il rapporto: utile netto holding / utile netto minoranza

Si deve controllare nel tempo come varia il grado di leva azionaria perché se il ROE della minoranza diminuisce e il ROE della maggioranza aumenta, sono stati coinvolti minoranze in attività in perdita.

La leva azionaria è dunque rappresentabile come il rapporto tra il ROE della capogruppo ed il ROE del gruppo sottostante (partecipato tramite quote azionarie) ed esprime, in termini percentuali, la capacità della capogruppo di poter usufruire a suo vantaggio del capitale delle controllate.

LEVA
LA LEVA
AZIONARIA
POSSIBILE
ESSERE RAPPRESENTATA COME...

ROE CAPOGUPPO / ROE DEL GRUPPO SOTTOSTANTE

4. INDICATORI E MULTIPLI DI MERCATO

Lo studio della leva finanziaria attiene all'obiettivo cardine del sistema degli indicatori di redditività di indagare la correlazione intesa come capacità della gestione corrente di investire le risorse a un tasso compatibile con l'onerosità delle stesse. Ma se le risorse non fossero investite solo nella gestione caratteristica/corrente?

Ai fini dell'analisi della redditività aziendale occorre considerare non solo la gestione caratteristica ma anche quella non caratteristica/non operativa di tipo patrimoniale sia reale, sia finanziario mediante lo studio di appositi indicatori: ROA, RONA, ROACE ecc....

4.1. Indici della Gestione Non Operativa

$$a) \text{ ROA (Return on Asset) = } \frac{\text{Reddito operativo} + \text{Ricavi accessori} + \text{Proventi finanziari}}{\text{Investimenti}}$$

Si fa riferimento al "risultato" della gestione accessoria e di quella finanziaria (investimento in titoli escludendo gli interessi).

→ SIGNIFICATO: Indica la redditività assoluta del capitale investito senza considerare le sue forme di copertura e costituisce un ampliamento della visuale del ROI perché non considera solo la redditività della gestione caratteristica e le risorse in essa investite, ma anche il risultato della gestione accessoria e di quella finanziaria.

E' un indice particolarmente rilevante per imprese con redditività diversificata, nel quale il numeratore può uguagliare l'EBIT, ossia l'utile realizzato prima di coprire gli oneri finanziari da indebitamento (gestione finanziaria) in senso stretto e le imposte.

Presenta alcune problematiche perché se lo si vuole calcolare correttamente bisogna poter individuare con precisione due fattori:

- Il risultato accessorio: non solo ricavi accessori, ma risultato netto della gestione accessoria (Ricavi - Costi accessori), e quindi anche i costi che occorre individuare distintamente, ma che spesso sono compresi e attribuiti ai costi della gestione tipica/caratteristica e per questo non sono facilmente individuabili;

- I proventi finanziari: gli investimenti finanziari, oltre a generare proventi, possono essere oggetto di svalutazioni/rivalutazioni che dal 2009 confluiscono direttamente in P.N. alimentandone le riserve e non transitano in C.E.. Due casi:

a) Prima i titoli da negoziazione (*held for sale*) erano soggetti a valutazione a fine anno secondo il criterio del valore di mercato (*fair value*) che alimentava una variazione delle relative riserve di Patrimonio Netto; le operazioni di copertura dai rischi (derivati) sottoposti all'*hedge accounting* determinano svalutazioni/rivalutazione del flusso di cassa, cioè si calcolano come attualizzazione dei valori di copertura che in base al loro risultato alimentano una riserva di Patrimonio Netto.

b) Oggi (dal 2009) il C.E. complessivo riepiloga svalutazioni e rivalutazioni da fair value in entrambi i casi precedenti (titoli e operazioni di derivati che alimentano riserve di P.N.) informando su come cambierebbe il risultato economico del gruppo se le valutazioni delle attività finanziarie confluissero in C.E. e non in una riserva di P.N..

15. Può essere calcolato a condizione che si possano ricostruire i costi accessori e che gli investimenti di natura finanziaria comprendano sia i proventi sia tutti gli altri costi della gestione finanziaria che possono transitare nello S.P. tra le riserve del Patrimonio Netto.

b) **RONA** (*Return on Net Asset*) = (Reddito operativo + Ricavi accessori + Proventi finanziari)

GIÀ ALTRA PARTE DEL
DEBITO (CORRENTI) ← CCN + Attivo Fisso (o CIN)

→ **SIGNIFICATO**: indica la redditività assoluta del capitale investito, non finanziato dai debiti correnti (totale attività - debiti correnti); è diverso dal ROA perché al denominatore non inserisce il totale degli investimenti ma il Capitale Investito Netto (CIN = CCN + A.F.), nel quale il CCN è già rettificato/scontato della copertura dei debiti correnti.

Il CIN, essendo "netto" è per definizione minore del C.I. e quindi il RONA è costantemente maggiore del ROA, a meno che i debiti correnti siano uguali a zero. → IN QUESTO CASO ROA > RONA

Il manager deve far rendere l'investimento al netto delle forme automatiche di copertura (che sono i debiti correnti).

c) **ROACE** (*Return on Average Capital Employment*), rendimento medio degli investimenti in un anno =

$$\frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Investimento medio al netto di debiti onerosi (o CIN medio)}}$$

Indica il rendimento medio del capitale investito in termini di reddito medio "netto" per unità investita, non coperto da debiti correnti e considera tutto il C.E. compresi gli oneri finanziari e straordinari. **ROACE = RONA medio**

Possono essere determinati degli ulteriori indicatori e margini facendo uso di termini anglosassoni:

a) **EBIT** (*Earning Before Interests and Taxes*) =

$$\text{Reddito operativo} + \text{Ricavi accessori} + \text{Proventi finanziari}$$

Nella pratica rappresenta il numeratore del ROA, ossia l'utile ordinario lordo di Conto Economico.

b) **EBITDA** (*Earning Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*):

$$\text{MOL} = \text{Ricavi di Vendita (fatturato)} - \text{Costi Operativi (esclusi ammortamenti e svalutazioni)}$$

Può essere assimilato al concetto di MOL (Margine Operativo Lordo) a meno del costo del lavoro, ma gli anglosassoni non fanno questa distinzione.

c) **EBITA** (*Earning Before Interests Taxes and Intangibles Amortization*) è un indicatore intermedio tra i due precedenti e rappresenta il MOL complessivo della gestione, senza considerare gli ammortamenti di immobilizzazioni immateriali.

4.2. Multipli ed Indicatori di borsa

"Il valore economico del capitale di un'impresa in funzionamento è espressione della complementare utilità economica che tutte le condizioni positive e negative di produzione, unitariamente considerate, riescono ad esprimere in prospettiva. Tale utilità economica prospettica assume la sostanza di un flusso di redditi futuri, la consistenza e l'entità dei quali determinano l'altezza del capitale economico" (E. Cavaliere).

[Il valore di borsa, in termini generali, è il valore conferito dal mercato ad una singola azione.]

Il modello dei multipli si basa sul prodotto (*numero azioni × valore singola azione*), per il calcolo e la stima del valore economico del capitale possono essere usati svariati metodi (patrimoniali, reddituali, misti e finanziari tra cui il DCGM) e dalla definizione è evidente che nel determinare il valore economico (di borsa) di un'impresa ci si debba soffermare su tre grandezze:

- *patrimonio dell'impresa,*
- *flussi di redditi futuri attesi,*
- *flussi di cassa futuri attesi.*

I multipli di mercato (o moltiplicatori di borsa) sono dei particolari indicatori che esprimono i rapporti tra il prezzo di mercato e specifiche grandezze di bilancio, il loro **obiettivo** è stimare il valore di un'attività sulla base di prezzi registrati nel mercato per attività simili, avviene attraverso

MULTIPLI DI MERCATO → INDICATORI CHE ESPRIMONO I RAPPORTI TRA I PREZZI DI MERCATO E LE
 LAURENZE DI BILANCIO;
 SI INDIVIDUANO PER IMPRESE COMPARABILI, SI STABILISCONO LE RELAZIONI TRA PREZZI E
 QUANTITÀ CONTABILI, ED IL VALORE MEDIO SI APPUJA ALL'IMPRESA OBIETTIVO

l'individuazione (per un gruppo di imprese comparabili) di una relazione tra prezzi e quantità contabili ed il cui valore medio si ritiene applicabile all'impresa-obiettivo.

Per fare ciò si parte da una prima "ipotesi forte" (sono due in totale) per cui i **Prezzi di Borsa rappresentano la migliore approssimazione del valore d'impresa in relazione al contesto e al mercato in cui opera**, ossia quanto il mercato apprezza la stessa, per cui si usa un metodo di valutazione basato sull'interpretazione dei multipli di mercato che sono fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli di società comparabili e sono finalizzati ad individuare le relazioni che legano prezzi di borsa e variabili economiche aziendali.

L'impresa, inoltre, va inserita nel contesto del proprio mercato (mercato in crescita o in declino) tenendo conto sia delle condizioni di mercato in cui opera, che possono apprezzarne o deprezzarne il valore, sia dell'esistenza di relazioni che legano il prezzo dell'azione con le variabili aziendali. Sono valutazioni importanti perché il valore d'impresa può essere sovra/sottostimato a seconda dell'andamento del mercato e del settore in cui opera.

Le relazioni tra valore di mercato e variabili aziendali possono essere applicate alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione per determinarne un valore corrente e di scambio, ma nell'analisi si deve tener conto anche del contesto e dell'evoluzione prospettica del mercato, perché un eventuale andamento negativo del mercato può comunque creare conseguenze negative o difficoltà anche se l'azienda di per se è redditizia.

Per la determinazione si parte dal prezzo di mercato, lo si collega alle variabili di bilancio e a quel punto si arriva ai multipli che inglobano nel prezzo dell'azione i tassi di crescita/rendimento del mercato.

Va prestata attenzione e cautela nell'effettuare analisi basate sui multipli, per alcuni motivi: la valutazione tramite multipli è basata sull'altra "ipotesi forte" che esista un uguaglianza tra saggi di crescita e di rischiosità delle aziende quotate e dell'impresa oggetto di analisi e ci sia una correlazione tra la valutazione e le variabili assunte come riferimento.

Da un lato il metodo dei multipli evita la formulazione di stime su flussi di cassa e l'apprezzamento del rischio d'impresa e settore, dall'altro fa proprie le attese e le rischiosità del mercato di riferimento.

In linea di massima, quindi, dato che i multipli riflettono l'andamento del mercato, il valore stimato dell'impresa (target) potrebbe risultare sovrastimato quando il mercato sopravvaluta le imprese simili comparabili e sottostimato in caso contrario.

4.2.1. I principali multipli di mercato

4.2.1.1. Enterprise Value (EV)

Enterprise Value (EV) o "valore d'impresa": è il valore di scambio dell'impresa sul mercato, ossia il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquistarla senza debiti (ossia estinguendoli tutti a quel prezzo); misura il valore dell'impresa.

$$EV: \text{Capitalizzazione di Borsa} + \text{Indebitamento Netto} - \text{Liquidità Netta}$$

Può essere espresso nei seguenti modi:

- Nel caso di società indebitate: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto}$ perché oltre a remunerare del valore dell'impresa i portatori di capitale proprio, devo coprire l'ammontare dei debiti dei portatori di capitale di rischio (creditori, banche ecc.);
- Nel caso di società non indebitate: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} - \text{liquidità netta}$ perché quest'ultima non potrà rappresentare un costo per l'acquirente visto che è un attività che poi si ritroverà.

OTTENIBIRE COME IL PADRINO TAA IL

→ PREZZO CONTRARTE DI UN TITOLO & IL NUMERO DI AZIONI

Per capitalizzazione di borsa si intendono attività finanziarie anche a medio-lungo termine detenute fino alla maturità e il cui valore/reddito è inglobato in esse: $\text{Prezzo azione} \times \text{Quantità azioni}$ ingloba attività finanziarie a medio-lungo termine perché procurano liquidità.

PASSIVITÀ
NAZIONALE A
MEDIO LUNGO
TERMINI
(DEBITI)
-
ATTIVITÀ
NAZIONALE A
BREVE TERMINE
DISPONIBILI
LIQUIDE

Per indebitamento netto si intendono i debiti al netto delle attività finanziarie a breve termine (passività finanziarie a medio-lungo termine - attività finanziarie a breve termine) che fanno parte della liquidità, quindi, la differenza tra indebitamento e liquidità netta fornisce l'inverso della posizione finanziaria netta ($\text{indebitamento netto} - \text{liquidità netta} = - \text{PFN a breve termine}$).

Il concetto è che bisogna remunerare tutti i portatori di interesse: proprietà e capitale di prestito.

In base alla formula generale va considerato che la capitalizzazione di borsa è diversa a seconda che la società sia indebitata o meno poiché logicamente un'impresa indebitata avrà un prezzo delle azioni più basso.

Il valore della società (EV) deve essere pari al valore di mercato del capitale di debito e del capitale proprio, al netto delle liquidità nette disponibili e ciò implica che, nel caso di ipotetica cessione, il valore totale generato dalle attività operative e d'investimento d'impresa deve essere suddiviso tra i vari portatori di capitale.

N. 6

L'EV può essere negativo per due ipotetiche ragioni: un primo caso in cui l'impresa è in una situazione talmente grave che non riesce a produrre valore (capitalizzazione di borsa prossima allo zero e indebitamento e liquidità nette si elidono a vicenda) e/o un secondo caso in cui ha una capitalizzazione di borsa relativamente bassa, non è indebitata ma ha moltissima liquidità (questo è un caso limite border line).

[Esempio: la società Zeta ha un capitale sociale suddiviso in 10.000 azioni, la cui quotazione è pari a € 3. Dall'ultimo bilancio di esercizio risulta: Debiti netti = € 26.000. → $EV = (10.000 \times 3 + 26.000) = € 56.000$.]

Associando l'EV con altri indici o variabili, si ottengono degli indici particolari:

1. EV/EBIT: esprime il rapporto tra valore economico del capitale dell'impresa (percepito dal mercato) e la sua redditività operativa, considerate tutte le condizioni di funzionamento in un dato istante temporale.

Un buon rapporto dovrebbe essere molto superiore a uno perché raffrontato alla capacità reddituale del momento, se il mercato percepisce una buona prospettiva, l'EV dovrebbe essere più alto ed avere un effetto moltiplicativo del reddito.

N.B.: in Italia EBIT è reddito operativo, a livello internazionale è reddito corrente.

[Esempio: La società Zeta ha un capitale sociale suddiviso in 10.000 azioni, la cui quotazione è pari a € 3.

Dall'ultimo bilancio di esercizio risulta: Fatturato = € 199.000; Costi operativi = € 124.000; Costo del lavoro = € 57.000; Ammortamenti = € 9.000; Debiti netti = € 26.000.

Utile operativo = $199.000 - 124.000 - 57.000 - 9.000 = € 9.000$. → $EV/EBIT = (10.000 \times € 3 + 26.000) / 26.000 = € 6,22$.]

2. EV/EBITDA: esprime il rapporto tra valore economico del capitale dell'impresa (percepito dal mercato) e la propria capacità di produrre autofinanziamento, ovvero di trasformare i proventi della gestione operativa in liquidità future; rispetto al precedente non sconta le politiche di bilancio degli amministratori (relative a ammortamenti, svalutazioni ecc.) e quindi è più oggettivo.

[Esempio: La società Zeta ha un Capitale sociale suddiviso in 10.000 azioni, la cui quotazione è pari a 3 Euro.

Dall'ultimo bilancio di esercizio risulta: Fatturato = 199.000 Euro; Costi operativi = 124.000 Euro; Costo del lavoro = 57.000 Euro; Ammortamenti = 9.000 Euro; Debiti netti = 26.000 Euro. → $EV/EBITDA = (10.000 \times 3 + 26.000) \text{ Euro} / (199.000 - 124.000 - 57.000) \text{ Euro} = 3,11 \text{ Euro}$.]

3. EV/SALES: esprime il rapporto tra valore economico del capitale dell'impresa (percepito dal mercato) e il suo fatturato (sales), ovvero la capacità di penetrare nel mercato senza tener conto dei costi che esistono sulle vendite;

Questo indicatore dovrebbe essere estremamente elevato perché altrimenti l'impresa ha un valore economico vicino o pari al suo fatturato e ciò sarebbe drammatico perché quest'ultimo non è ancora rettificato dei costi.

[Esempio: La società Zeta ha un Capitale sociale suddiviso in 10.000 azioni, la cui quotazione è pari a € 3. Dall'ultimo bilancio di esercizio risulta: Fatturato = € 199.000; Debiti netti = € 26.000. → $EV/Sales = (10.000 \times 3 + 26.000) / 199.000 = € 0,28$.]

Tutti questi indicatori esprimono le percezioni del mercato rispetto a variabili di origine contabile, in linea teorica possono variare da $-\infty$ a $+\infty$ e la significatività dei valori espressi dipende solo ed esclusivamente dalle aspettative e intenzioni degli operatori di mercato (un indicatore di questi *negativo* è performante per gli investitori perché possono sperare che l'impresa incrementi il suo valore in modo esponenziale e invece non lo è per coloro che preferiscono rendimenti minori ma più certi).

4.2.1.2. Earnings Per Share (EPS) e Price Earnings per Share (PES)

Earnings per Share (EPS) è il c.d. "Utile per azione" che si riferisce ad una misura di *utile netto disponibile per gli azionisti ordinari*, ossia la *profitabilità di un'azione* per il sistema aziendale.

Al numeratore si utilizza l'utile netto disponibile per gli azionisti ordinari (al netto anche dei dividendi su azioni privilegiate).

→ AL NETTO DI DIVIDENDI SU AZ. PRIVILEGATE

$$EPS = \text{Utile Netto} / \text{Numero di azioni ordinarie}$$

Esistono due misure alternative di EPS ottenute rapportando l'utile netto con diverse grandezze al denominatore:

- **"basic" EPS**: ponendo al denominatore la media ponderata delle *azioni ordinarie in circolazione* durante l'anno ed usando tale media per tenere in considerazione la variazione nell'esercizio derivante da nuove emissioni e riacquisti.
- **"diluted" EPS**: quando al denominatore si usa sul numero complessivo di azioni ordinarie *che si ritiene potrebbero essere in circolazione, considerando anche quelle derivanti dalla conversione di titoli a loro equivalenti* (se cioè i possessori di contingent claim, come ad esempio obbligazioni convertibili e stock options, esercitassero i loro diritti di conversione diventerebbero possessori di azioni ordinarie); il denominatore risulta più alto perché considera più elementi.

L'adozione di tale misura di EPS è particolarmente consigliata per le imprese con strutture di capitale definite complesse e può a sua volta essere calcolato in due modi a seconda dell'ipotesi adottata per l'esercizio della facoltà di conversione:

- Il **"primary"** viene calcolato sotto un'ipotesi restrittiva (che solo una parte) eserciteranno la facoltà di conversione e dei diritti di opzione (non tutti i possessori li esercitano),
- il **"fully"** viene calcolato ipotizzando che tutti i possessori esercitino i loro diritti di opzione e conversione che provocano un effetto diluente sugli utili (presenta la massima diluizione possibile di EPS).

[Esempio: Si consideri la società Beta con la seguenti caratteristiche: azioni ordinarie autorizzate all'emissione: 400.000 con valore nominale € 10; azioni in circolazione all'1/1/2005: 180.000 azioni a € 1.800.000.

Emesse l'1/6/2005: 12.000 azioni a € 192.000 di cui privilegiate 6%, non convertibili, e con valore nominale € 20, autorizzate: Emesse e in circolazione: 5.000 azioni, € 100.000.

Dal Conto Economico del 2005 emerge: Utile prima delle componenti straordinarie: € 240.000; Proventi straordinari (al netto del 46% Aliquota fiscale) = € 20.000; Utile netto = € 240.000. Dividendi annuali spettanti alle azioni privilegiate = $0,06 \times 100.000 = € 6.000$.

Utile netto = Utile rettificato per il pagamento dei dividendi privilegiati + Proventi straordinari = $234.000 + 20.000 = € 254.000$.

Numero di azioni in circolazione = dal 1/1/2005 al 31/5/2005 = 5 mesi x 180.000 azioni = 900.000 azioni; dal 1/6/2005 al 31/12/2005 = 7 mesi x 192.000 azioni = 1.344.000 azioni. Totale numero azioni in circolazione = 900.000 + 1.344.000 = 2.244.000. → Basic EPS = 254.000/2.244.000 = 1,36 Euro per azione.]

Possiamo trovare un ulteriore indicatore collegato all'EPS: il Price Earning per Share (PES) che in ipotesi di mercati efficienti funge da parametro di misura della fiducia del mercato o, alternativamente, "quanto il mercato creda nella ripetibilità nel tempo e nella possibilità di aumento della redditività d'impresa: quanto maggiore è il valore di tale indice, tanto più alta sarà la fiducia del mercato sulla capacità dell'impresa di replicare e/o aumentare la redditività, l'utile e le proprie potenzialità reddituali. FIDUCIA DEL MERCATO NELLA RIPETIBILITÀ ED AUMENTO DELLA REDDITIVITÀ ED UTILE
Il PES è il rapporto tra il prezzo corrente del titolo azionario e l'utile per azione realizzato negli ultimi 12 mesi.

$$\text{PES} = \text{Prezzo di Mercato dell'azione} / \text{EPS} \quad \text{o} \quad (P/E)$$

Teoricamente più è alto e meglio è, ma va prestata attenzione perché nella percezione di un investitore avverso al rischio, che bada all'immediato e sicuro guadagno, la convenienza del titolo cresce al decrescere del PES perché sarà più alta la percezione degli utili:

[Esempio: se P/E=10 il titolo quota dieci volte l'utile quindi EPS = 10% del prezzo, cioè rapportando prezzo e utile, più l'utile è alto e più PES sarà basso quindi per gli avversi al rischio conviene avere un PES più basso perché si fa rientrare prima l'investimento sotto la condizione che gli utili siano tutti dati a dividendo; se P/E=20 il titolo quota venti volte l'utile quindi EPS = 5% del prezzo; se P/E=30 il titolo quota trenta volte l'utile quindi EPS = 3.33% del prezzo mentre invece un PES più elevato è segnale di maggior fiducia da parte del mercato quindi più è alto e più si ha un segnale positivo.]

Il prezzo di mercato di un'azione dovrebbe essere ancorato alle potenzialità reddituali dell'impresa ma l'EPS è un valore manovrabile quindi sarebbe meglio usare questo indicatore più oggettivo:

$$\text{Price Cash Flow Per Share} = \text{Prezzo di Mercato} / \text{Cash Flow per share}$$

Questo indice ha lo stesso significato del PES con la sola differenza al denominatore: riporta i cash flow attesi disponibili per gli azionisti (approccio di stampo più anglosassone), anziché gli utili netti, dove il flusso di cassa è una grandezza più oggettiva del reddito, il significato è lo stesso del precedente solo che mentre il precedente ha origine economica/reddituale, questo ha origine monetaria.

4.2.1.3. Dividend Per Share (DPS)

Dividend per Share (DPS) è il dividendo per azione calcolato come rapporto tra:

- totale dei dividendi emessi o annunciati (per avere un effetto positivo sul mercato convincendo sul fatto che seppur non ancora disponibili verranno distribuiti e quindi l'impresa è redditizia) in un intero anno, includendo anche quelli in corso d'esercizio, al netto di dividendi "una tantum", di natura occasionale o legati a specifici eventi
- numero "medio" di azioni ordinarie in circolazione (molto spesso considerate come media ponderata delle azioni quotate nell'intero periodo = azioni iniziali+azioni finali / 2).

$$\text{DPS} = \text{Dividendi Erogati} / \text{Numero di azioni.}$$

Il DPS è un indice tanto più importante quanto più il mercato guarda al breve termine e si può legare all'EPS per calcolare:

- Pay In Ratio = EPS / DPS indica quanto gli utili sono maggiori dei dividendi e viene usato per le aspettative di lungo termine dell'azionista-finanziatore.
- Pay Out Ratio = DPS / EPS indica quanta parte degli utili (in percentuale) viene distribuita sotto forma di dividendo ed è usato per aspettative di breve termine; pochi dividendi significano maggiore autofinanziamento.

Il DPS esprime la profitabilità di un'azione per azionisti e mercato, pertanto, elevati dividendi emessi dovrebbero mostrare che il management ha motivo di credere in una crescita sostenibile dell'impresa (perché altrimenti non si priverebbe di tali risorse da poter usare per autofinanziamento).

N. 8.

Tuttavia, al fine di mantenere elevata la quotazione del titolo e facendo leva sulla percezione di un'elevata remuneratività dell'azione, il management tende a distribuire dividendi indipendentemente dall'esistenza o dall'ammontare di un utile che giustifica tale distribuzione.

Se $DPS > EPS$ il management sta distribuendo riserve, ossia sta distribuendo più dividendi rispetto agli utili creati per far salire le aspettative del mercato e il prezzo delle azioni (la capitalizzazione di borsa sale, ma in maniera totalmente illusoria perché non è giustificata da un maggior valore creato); mentre se gli utili non sono distribuiti come dividendi vengono accantonati a riserva.

[Distribuire dividendi fa aumentare il prezzo delle azioni, significa privarsi di utile (autofinanziamento) e creare aspettative positive di mercato in prospettiva di crescita futura → "visto che sei così forte da poter pagare dividendi allora sicuramente crescerai, è il pensiero del mercato degli investitori".]

4.2.1.4. Dividend Yield

Dividend Yield è il rapporto tra l'ultimo dividendo annuo per azione (corrisposto o annunciato) e il prezzo di un'azione ordinaria in chiusura dell'anno.

$$\text{Yield} = \text{DPS} / \text{Prezzo di Mercato}$$

È un indicatore del rendimento immediato/istantaneo dell'azione, ossia esprime (in percentuale) quanto rende un'azione rispetto al suo prezzo e rappresenta il tasso di guadagno dall'acquisto del titolo (tasso d'interesse percepito); è indipendente dal corso del titolo azionario tra il momento della chiusura e quello della distribuzione dei dividendi e mettendo a paragone due dati di istanti temporali diversi, permette di confrontare il posizionamento di un'impresa con le altre sul mercato, nei casi in cui si effettua analisi borsistica comparata.

INDICA IL
CORRISPONDE
DAL MOMENTO
DEL TITOLO
PERCEN
DEI DIVIDENDI
CONFRONTARE
DEL TITOLO
INVESTITO IN
CORRISPONDE

Un più elevato Yield, o uno Yield alto, è buono perché indica che l'impresa ha la capacità di remunerare il capitale investito e gode di un miglior giudizio degli investitori e del mercato, orientati al breve termine, che si creano un'aspettativa positiva sul rendimento che riceverebbero e non guardano all'incremento di valore della società (Yield = 30% significa che in 3 anni si recupera l'investimento).

Per questa ragione gli investitori avversi al rischio privilegiano imprese con Yield più elevati che si legano a un recupero più veloce dell'investimento, anche se nel valutare questi multipli si devono considerare anche influenze qualitative e non solo matematiche: lo Yield, infatti, rappresenta una misura statica di rendimento e la percezione di mercato che non tiene conto del rischio d'impresa.

4.2.1.5. Price to Book e rapporti col PES

Il Price to Book viene definito come rapporto tra il prezzo e il valore contabile dell'azione di un'impresa ed esprime quanto la Borsa moltiplica il valore contabile di una singola azione.

$$\text{Price to Book} = \text{Market Price} / \text{Book Value per share} \quad \text{o} \quad (P/BV)$$

dove $\text{Book Value Per Share (BVps)} = \text{Patrimonio Netto} / \text{Numero delle azioni ordinarie}$, ossia il valore contabile del patrimonio netto suddiviso per ogni azione.

DEL
CAPITALE
PATRIMONIO
NETTO

Fornisce un confronto diretto tra il valore di bilancio e il valore di mercato del patrimonio societario relazionando la valutazione data dal mercato con quella risultante dai libri contabili della società stessa: se > 1 il titolo è considerato "growth", ossia l'aspettativa del mercato è di crescita consistente del valore di bilancio della società in futuro, nel senso che attraverso il prezzo dell'azione l'indice

↳ IL MERCATO VALUTA POSITIVAMENTE QUESTA SOCIETÀ, TANTO CHE È DISPOSTA A PAGARE PIÙ DEL

PATRIMONIO
NETTO

4. Sopravalutazione

rileva che il valore di una singola azione è maggiore della relativa porzione di P.N. (cioè è sottovalutata secondo il mercato); se < 1 gli investitori sono convinti che le attività della società siano state sottovalutate rispetto alla reale situazione patrimoniale e finanziaria e tenderà a scendere secondo il mercato, ossia il prezzo di mercato dell'azione è più basso del valore della relativa porzione di P.N.

Vantaggi: Il BVps è una misura facilmente paragonabile al prezzo e il loro rapporto è altamente significativo per effettuare confronti tra differenti imprese sotto l'ipotesi di uniformità dei criteri.

Altro vantaggio soprattutto per gli operatori di borsa è che permette ai manager di effettuare un frazionamento delle azioni nel breve/brevissimo periodo che significa un aumento del numero delle azioni che porta un incremento *momentaneo* del Price to Book e dà la percezione al mercato che l'impresa sia in forte salute perché nel mercato la verifica del numero delle azioni è in ritardo rispetto al prezzo e non ci si accorge subito del variato numero delle azioni (es. il management può fare in modo che l'azienda invece di avere 100 azioni che valgono 10 ne abbia 200 che valgono 5).

Svantaggi: lo sfasamento temporale tra il prezzo e il valore contabile (BV) che, inoltre, è facilmente influenzabile dalle politiche di bilancio e poi non sempre i valori contabili patrimoniali rappresentano il reale valore di un'impresa.

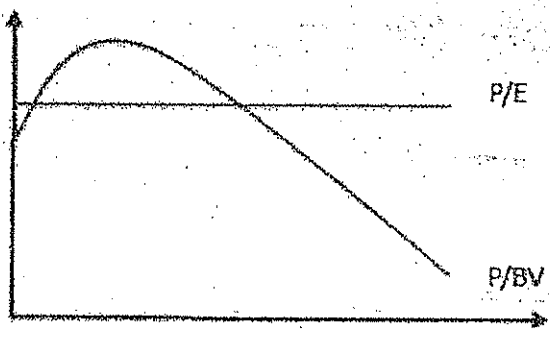
Il valore è o deve essere uguale all'indice successivo, ossia al moltiplicatore di borsa.

4.2.1.5.1. PES vs. PRICE TO BOOK

Tendenzialmente, i due rapporti P/E e P/BV dovrebbero avere andamenti simili essendo legati perché esprimono uno stesso fenomeno visto da due punti di vista (patrimoniale e reddituale) perché il prezzo dovrebbe stare costante e se l'impresa è apprezzata e crea utili dovrebbe risultrarne accresciuto anche il suo patrimonio.

Tuttavia è possibile tale situazione relativa alla fattispecie per cui gli utili subiscono una netta flessione e il prezzo rimane stabile:

Le spiegazioni possono essere: a) i manager per tenere alto il prezzo delle azioni distribuiscono dividendi anche se si è in perdita, tenendo P/E costante; b) il *book value* (BV) dovrebbe decrescere perché eroso dalle perdite e dalla distribuzione delle riserve, ma i manager in particolari situazioni potrebbero farlo aumentare di nuovo iniettando capitale attraverso politiche di ristrutturazione finanziaria che riducono il *leverage* (rapporto tra debiti e capitale) attraverso una ricapitalizzazione dell'impresa.



dividendi anche se si è in perdita, tenendo P/E costante; b) il *book value* (BV) dovrebbe decrescere perché eroso dalle perdite e dalla distribuzione delle riserve, ma i manager in particolari situazioni potrebbero farlo aumentare di nuovo iniettando capitale attraverso politiche di ristrutturazione finanziaria che riducono il *leverage* (rapporto tra debiti e capitale) attraverso una ricapitalizzazione dell'impresa.

Nel breve periodo il PES costante perché inietto dividendi mentre il BV, nonostante le perdite che lo riducono, viene fatto aumentare con la ricapitalizzazione e ciò comporta che il rapporto cala ($P/BV < 1$).

4.2.1.6. Moltiplicatore di Borsa

Il moltiplicatore di borsa esprime a livello complessivo quanto espresso dal Price to Book, ossia il valore dell'impresa sul mercato in rapporto al capitale netto contabile non suddivisi per il numero delle azioni, e compresi gli utili anticipati:

$$\text{Moltiplicatore di borsa} = \text{Capitalizzazione di borsa} / \text{Capitale Netto},$$

dove in particolare Capitalizzazione di Borsa = prezzo medio di mercato delle azioni * numero di azioni.

Le azioni possono essere ordinarie, di risparmio, privilegiate o di godimento per cui si presenta il problema di quali includere nel calcolo, ma la prassi opta per la considerazione delle *sole azioni ordinarie* oppure opera una *ponderazione tra le azioni emesse sul mercato*; ciò è importante perché se si sbaglia il tipo di azioni da considerare, si ottiene un indice sballato rispetto a quello di Borsa Italiana.

Se il mercato fosse perfetto (senza costi di transazione e senza asimmetrie informative) sarebbe un modo indiretto per determinare il capitale economico.

4.2.1.7. Total Shareholders Return (TSR)

Total Shareholder Return (TSR) è la **misura completa della remunerabilità dell'azione o del valore creato da un'impresa per i suoi azionisti**, è l'incremento di valore del capitale economico e mostra il **tasso di rendimento medio complessivo annuo dell'investitore che abbia acquistato il titolo in data X e venduto in data Y**, considerando i dividendi pagati e reinvestiti nel titolo alla data di stacco della relativa cedola.

È LA MISURA
COMPLETA DEL
VALORE CREATO
DA UN'IMPRESA
PER I SUOI AZI-
ONISTI

È la sommatoria dello **Yield** e del **Capital Gain** (o *variazione della capitalizzazione di borsa*), definito come il *guadagno in conto capitale* calcolato come differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita di uno strumento finanziario o come *guadagno percentuale* operando il rapporto tra la variazione di prezzo e il prezzo iniziale.

$$\text{TSR} = \text{Yield} + \text{Capital Gain \%}$$

Dove $\text{Yield} = \text{DPS} / \text{Prezzo di mercato dell'azione}$ e $\text{Capital Gain} = \Delta P\% = (P_f - P_i) / P_i$ con P_f (prezzo finale) e P_i (prezzo iniziale) e da cui:

$$\text{TSR} = (\text{DPS} / \text{Market Price}) + (P_f - P_i) / P_i \quad \text{o} \quad \text{TSR} = (P_f - P_i + \text{Div}) / P_i$$

4.2.2. Gli indicatori di Borsa Italiana

Sono degli indicatori di derivazione statistica - calcolati dagli analisti per considerare il puro andamento del titolo, partendo dal presupposto che nessun indicatore è verità assoluta ma ognuno funge solo da "indicazione" sulla possibile migliore valutazione dell'impresa o su quale sia il miglior *target price* più consono ad analizzarla.

La prima cosa più spicciola da capire è se l'indice sta segnalando una crescita o un abbassamento dell'impresa sul mercato (quotazione).

4.2.2.1. Volatilità

È un indicatore che misura l'incertezza o la variabilità del rendimento di un'attività finanziaria in valore assoluto e risulta essere molto importante per definire la rischiosità di un titolo, ma va commisurata al rendimento dello stesso, ed è pertanto comparabile solo nel tempo e non nello spazio (dello stesso titolo in tempi diversi, ma non è comparabile con le altre imprese).

Viene calcolata come la deviazione standard del tasso di rendimento del bene o dell'attività finanziaria:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2}$$

E' una misura dell'oscillazione del titolo nel bene e nel male: al crescere della volatilità cresce la probabilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi sia in aumento che in diminuzione, ossia la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta.

4.2.2.2. Indice di Forza Relativa (RSI)

Nell'ambito dell'analisi tecnica, l'indicatore di forza relativa (o *Relative Strength Index*, **RSI**) segnala la forza interna di un titolo, o di un indice, di resistere al trend (crescente o decrescente) di mercato, mettendo in relazione la media delle chiusure al rialzo con la media delle chiusure al ribasso in un determinato range temporale.

E' un indicatore stocastico (oscillatore matematico) e puntuale (*di momentum*) utilizzato nell'analisi tecnica per segnalare le zone di ipercomprato (situazioni con segnale di vendita) e le zone di ipervenduto (situazioni con segnale di acquisto).

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS}$$

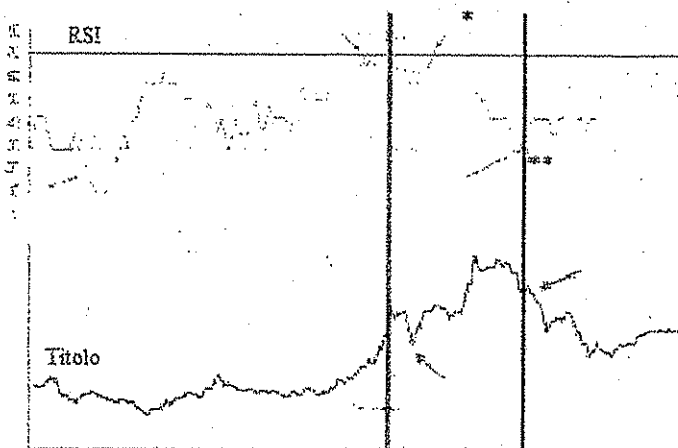
Dove $RS = n^\circ$ di giorni di rialzo / n° di giorni di ribasso, nel periodo o range considerato (di solito 2 settimane).

N.B.: La scelta del numero di giorni è un problema piuttosto delicato (di solito 14 giorni per prassi) poiché al crescere di questi si hanno due effetti: uno positivo perché diminuiscono i falsi segnali e uno negativo perché c'è minore reattività dell'indicatore.

E' un indicatore che oscilla tra 0 e 100 (tra -360 e 360 se si usa l'anno commerciale), è:

- 0 quando la media degli incrementi del valore del titolo nel periodo considerato è nulla (ipervenduto) e il titolo è *disprezzato dal mercato* e tutti se ne vogliono disfare;
- 100 quando la media dei decrementi è pari a zero (ipercomprato) e *l'impresa attira tanto*, tutti vogliono acquistare le sue azioni.

Si può riportare un esempio di andamenti generici delle situazioni di acquisto/vendita per rappresentare le situazioni suddette e il loro alternarsi: convenzionalmente si posiziona la zona di ipercomprato oltre il livello 70 e quella di ipervenduto sotto il livello di 30.



* **ipercomprato:** c'è una forte pressione all'acquisto ma pochi venditori → il livello dei prezzi è ritenuto troppo elevato e ci si aspetta un successivo ribasso delle quotazioni (inversione del trend).

** **ipervenduto:** c'è una forte pressione alla vendita ma pochi acquirenti → il livello dei prezzi è ritenuto troppo basso dal mercato e ci si aspetta un successivo rialzo delle quotazioni (inversione del trend).

Il *momentum* di un titolo è semplicemente la differenza fra due prezzi posti uno all'inizio e uno alla fine di un intervallo di tempo predeterminato.

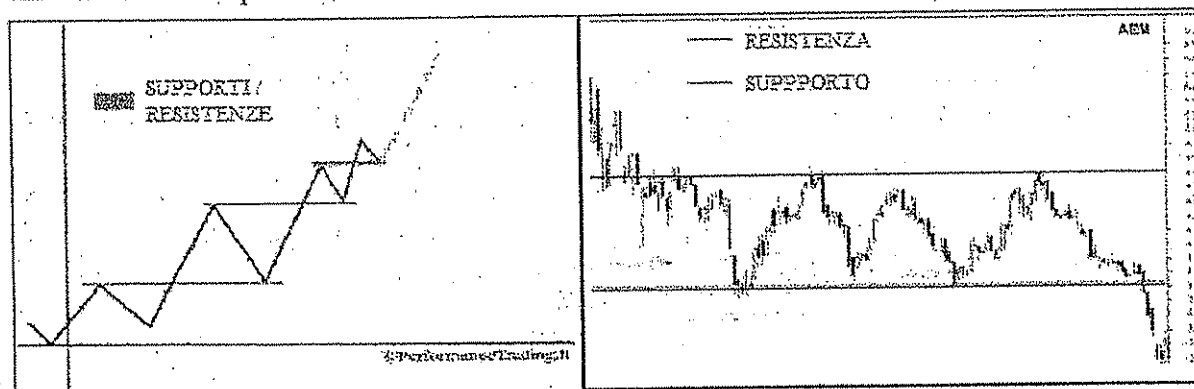
4.2.2.3. Resistenza e Supporto

La **Resistenza** è il livello al quale il prezzo di un'attività finanziaria in tendenza crescente, la inverte interrompendo il movimento al rialzo a causa di un forte aumento delle vendite.

Indica il livello di prezzo di un titolo, in cui si attende che una tendenza al rialzo subisca una temporanea interruzione a causa di una concentrazione di offerta (la resistenza prevede quando si fermerà il trend al rialzo); a tale livello, infatti, la quotazione del titolo ha difficoltà a salire ulteriormente in quanto il prezzo di cessione molto elevato porta i venditori ad essere più inclini a vendere e gli acquirenti meno inclini a comprare, perciò venendo a mancare la domanda ci si può attendere un ribasso del prezzo → è un ipercomprato già in fase di correzione dove il mercato si è già reso conto che il prezzo tenderà a ribassare.

Il **Supporto** è il livello al quale il prezzo di un'attività finanziaria in tendenza decrescente, inverte tale trend interrompendo il movimento al ribasso a causa di un forte aumento degli acquisti.

Indica il livello di prezzo di un titolo, in cui si attende che una tendenza ribassista subisca una temporanea interruzione a causa di una concentrazione di domanda; a tale livello, infatti, la quotazione del titolo ha difficoltà a diminuire ulteriormente in quanto essendo un prezzo economico gli acquirenti sono più inclini a comprare e i venditori meno inclini a vendere, perciò l'eccessiva domanda può portare il prezzo più in alto → è un ipervenduto già in fase di correzione perché ci si attende un rialzo del prezzo molto conveniente, per il quale la tendenza a vendere si trasformerà in una tendenza all'acquisto.



L'analisi tecnica ha osservato che esiste un ruolo di alternanza tra i due: quando la resistenza viene superata diventa a sua volta supporto per i successivi trend in ribasso e, al tempo stesso, un supporto che viene attraversato diventa livello di resistenza per i successivi rialzi.

N.B. Dalla figura a sinistra: il **Supporto** è un livello di prezzo che si oppone al proseguimento di un trend discendente mentre la **Resistenza** è un livello di prezzo che ostacola il proseguimento di un trend ascendente.

Dalla figura a destra: i livelli di supporto e resistenza corrispondono spesso a cifre tonde (ad esempio: 1, 5, 10) perché rappresentano prezzi psicologici, ossia soglie di prezzo su cui si basano gli investitori per le loro decisioni.

Quando si ha una violazione del livello di supporto o di resistenza, si assiste di solito ad un'accelerazione del movimento di trend principale:

- La violazione di un supporto ha implicazioni negative: una volta sconfitte "le forze" (compratori) che si opponevano alla discesa del titolo, la percezione che ne ha il mercato volge rapidamente al negativo provocando un'accelerazione della discesa del prezzo.

- *La violazione di una resistenza ha implicazioni positive: una volta sconfitte "le forze" (venditori) che si opponevano al rialzo del titolo, la percezione che ne ha il mercato volge rapidamente al positivo provocando un'accelerazione della salita (aumentano e impennano i volumi di vendita delle azioni perché il superamento della resistenza porta ulteriori compratori aggiuntivi rispetto a quelli che hanno rotto la resistenza perché prendono fiducia sul fatto di convincere di nuovo i venditori a vendere battendone la resistenza e credono che il titolo si fortemente redditizio).*

4.2.2.4. Beta

Beta (β) è il coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di essa, a variare in conseguenza di variazioni del mercato.

N.B. Dice se il titolo è più o meno rischioso rispetto a quelli del mercato di riferimento e viene misurato in questo modo:

$$\beta = \text{Cov}(R_i, RM) / \text{Var}(RM)$$

dove: R_i è il rendimento di una i -esima attività ed RM è il rendimento del mercato; è il rapporto tra la covarianza dei due rendimenti e il rendimento del mercato stesso, mettendo in relazione il rendimento di un titolo rispetto al rendimento del mercato di riferimento.

Quindi β e il rendimento atteso del titolo variano linearmente.

E' una misura di rischiosità sistematica dell'azione perché confronta la variazione attesa del rendimento del titolo per ogni variazione di un punto percentuale del rendimento di mercato.

Beta si muove tra 0 e $+\infty$ e da questa proprietà discendono particolari conclusioni:

- Azioni con $\beta > 1$ tendono ad amplificare i movimenti del mercato, ovvero l'attività è più rischiosa della media del mercato di riferimento (in linea generale, le società con politiche imprenditoriali aggressive o con elevati livelli d'indebitamento, presentano valori di Beta più elevati);
- Azioni con $0 < \beta < 1$ (compreso tra 0 e 1) tendono a muoversi nella stessa direzione del mercato con cui condividono la struttura di rischio e i rendimenti, ovvero l'attività è meno rischiosa del mercato (si tratta di titoli emessi da società che operano nei settori tradizionali dell'economia).

Considerando una scelta tra diverse opportunità d'investimento, l'investitore richiederà un tasso di rendimento più alto per gli investimenti che sono considerati più rischiosi.

N.B.: in un particolare ed ipotetico portafoglio d'investimento, beta complessivo (β_p) sarà semplicemente la media ponderata dei beta (rischi) dei singoli titoli che lo compongono, dove le ponderazioni sono i pesi di portafoglio, ossia la porzione del valore di portafoglio investita in ogni differente titolo.

5. ANALISI DELLA "DINAMICA" FINANZIARIA

5.1. LA "DINAMICA" FINANZIARIA

Mentre ai fini dell'analisi della redditività aziendale conta la distinzione tra gestione caratteristica ed extracaratteristica (o tra ordinaria e straordinaria), ai fini dell'analisi della dinamica finanziaria rileva la distinzione tra gestione corrente e gestione extra-corrente.

La **GESTIONE CORRENTE** riguarda "i processi aziendali" sotto il profilo economico-aziendale attinente il ciclo "Acquisto FFS → Magazzino → Trasformazione → Magazzino → Vendita", ossia tutte le operazioni di funzionamento che l'impresa pone in essere nella gestione quotidiana dell'attività sotto la condizione di normale funzionamento aziendale.

E' importante perché include il rapporto e le relazioni che l'azienda intrattiene col mercato (acquisto FFS da fornitori e vendite ai clienti) e anche lo svolgimento e gestione dei processi aziendali e dei circuiti produttivi (trasformazione e logistica di magazzino in entrata e in uscita).

Le sue funzioni principali sono legate all'analisi del fatto che il ciclo produttivo si svolga in maniera virtuosa per consentire il funzionamento dell'azienda: rigenerare le risorse investite e autogenerare nuove risorse finanziarie che possono servire per re-alimentare il processo al fine della sua espansione e sopperire alle esigenze della gestione extracorrente.

La gestione corrente non presenta solo una natura reale di tipo operativo, ma comprende anche l'impatto di gestione finanziaria e fiscale, che possono generare flussi finanziari determinati da entrate ed uscite monetarie relative a proventi/oneri e imposte.

Quindi siamo interessati a studiare i flussi di C.E. (ricavi e costi) che determinano entrate e uscite monetarie attinenti alla gestione corrente e che possono essere di tipo reale, finanziario e fiscale (quelli straordinari vanno rettificati); tali flussi si possono rilevare direttamente nel C.E. (sono contenuti al suo interno) che esprime l'impatto economico delle operazioni di quotidiano funzionamento e che siamo interessati ad analizzare finanziariamente.

Un concetto legato all'analisi di dinamica finanziaria è quello di **Capitale Circolante Netto (CCN)**: la gestione corrente parte con un investimento iniziale di CCN dello S.P. e questo subisce modificazioni per effetto dello sviluppo dei processi produttivi delle operazioni gestionali correnti sotto il profilo qualitativo (scorte che diventano prodotti venduti) e quantitativo.

[Esempio: Cassa = 1000; acquisto materie = 500; prodotti venduti = 500 → il $CCN_0 = CCN_1$ quantitativamente perché la gestione corrente non ha generato nuove risorse ma le ha modificate qualitativamente.]

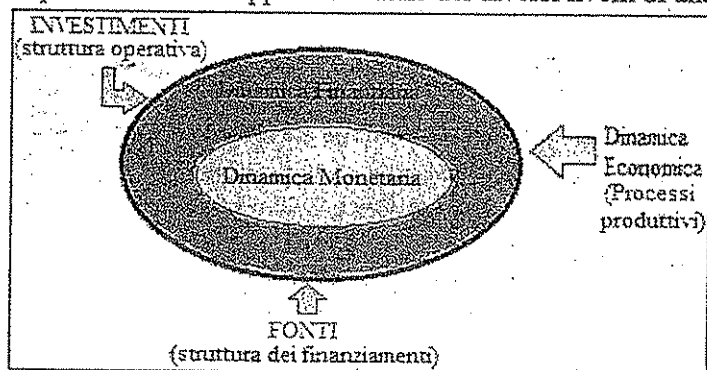
La **GESTIONE EXTRA-CORRENTE** attiene alle operazioni che comportano cambiamenti nella struttura tecnico-operativa e dei finanziamenti, si compone di Attivo Fisso, Passivo Finanziario, Passività Presunte e Capitale di Proprietà (gestione non-corrente = extracorrente = patrimoniale).

L'obiettivo è, in generale, di generare un flusso di risorse finanziarie tali da accrescere le disponibilità dell'impresa che possono servire per un'espansione del CCN (processi correnti) o per sviluppare attivo fisso, rimborsare passività finanziarie o pagare dividendi (processi extracorrenti).

L'obiettivo delle analisi della "dinamica" finanziaria è di capire come si muovono le risorse finanziarie, cioè determinare le fonti delle risorse (come si finanziano) e gli impieghi delle risorse (dove e a cosa sono destinate).

Gli impieghi rappresentano la destinazione delle risorse e possono essere investimenti in FFS e FFR, rimborso di capitale o debiti; Le fonti rappresentano da dove si originano le risorse e riguardano aumento del capitale netto (C.N.), diminuzioni dell'attivo (disinvestimenti), aumenti di debiti.

Si può fornire una rappresentazione dei diversi livelli di analisi di bilancio:



La **dinamica finanziaria** è influenzata dalla struttura dei finanziamenti (**FONTI**) e dalla struttura operativa (**INVESTIMENTI**): flussi di risorse che si originano dalla gestione corrente e determinano effetti finanziari che generano/assorbono risorse (flussi di entrate/uscite e ricavi/costi); risorse finanziarie

destinate al cuore della struttura operativa su cui si basa il processo produttivo (*investimenti*) e come l'impresa finanzia la propria struttura (*fonti*).

5.1.1. L'AUTOFINANZIAMENTO

Si è parlato finora di "autofinanziamento", ora ne esplicitiamo il concetto in maniera approfondita. L'Autofinanziamento è un fenomeno finanziario che trae origine dal conseguimento dei ricavi, quindi, ha natura sempre finanziaria e la sua esistenza è legata al conseguimento di ricavi: se non ci sono ricavi non ci può essere autofinanziamento.

Posta la definizione generale, si può intendere l'autofinanziamento in una duplice maniera:

- *in senso stretto (o patrimoniale)* come "parte di utile di esercizio destinato a riserve" e coincide con il *Capitale di Risparmio*.
- *in senso ampio (o finanziario)* secondo una prima definizione sintetica come "risorse generate dalla gestione corrente" o secondo una definizione più articolata come "risorse generate dalle gestioni correnti capaci di produrre un miglioramento del rapporto tra investimenti e fonti di finanziamenti di origine esterna" ed in quest'ultima accezione rappresenta un *miglioramento della struttura patrimoniale*.

Può essere predisposta una struttura rielaborata del reddito di periodo "a ricavi e costi della produzione venduta" utile per il calcolo dell'autofinanziamento e che da informazione sulle componenti necessarie per sua la determinazione:

| Reddito del periodo | |
|---|----------------------------|
| Costi di competenza | Ricavi di competenza |
| Consumi FFS per realizzare la produzione venduta | R i c a v i |
| Consumi FFR | |
| Perdite Future Presunte (PFP) | |
| Costi Futuri Presunti (CFP) | |
| UTILE | |

I ricavi sono contrapposti alle seguenti grandezze e vengono assorbiti in ordine da:

- *Consumo FFS*: la prima funzione dei ricavi (cioè il loro vincolo di destinazione) è quello di rifinanziare l'acquisto per reintegrare i consumi di FFS (merci, materie, lavoro ecc.). Tale parte di ricavi non partecipa all'autofinanziamento.
- *Consumi FFR*: la seconda funzione dei ricavi (vincolo di destinazione) è quella di coprire le perdite di valore annue degli FFR (ammortamenti).

Tale quota di risorse finanziarie non ha un obbligo di destinazione immediata, il loro circuito si interrompe e verranno riutilizzate in futuro nel momento di riacquisto dei FFR.

- **PF**: la terza funzione dei ricavi è la copertura delle perdite future presunte, cioè delle svalutazioni e perdite sugli investimenti.

- **CF**: la quarta funzione dei ricavi è relativa ai costi futuri presunti, che non sono perdite di valore di investimenti che devono essere coperte, ma sono costi calcolati, non sostenuti (per accantonamenti rischi ed oneri); tali costi vengono reintegrati da parte dei ricavi residui se e fino a quando il rischio non si sia verificato. Sono nuove risorse generate.

- **Utile**: nuove risorse (create nel periodo) generate dai ricavi, non è una grandezza finanziaria.

Osservazioni: una parte dei ricavi nasce già vincolata, ossia già destinata a reintegrare il ciclo produttivo per recuperare il costo dei FFS consumati e si considera come parte dei ricavi che nasce già investita; un'altra parte (residua) è disponibile ed il tutto può essere formalizzato in questo modo: $RICAVI - CONSUMI FFS = RISORSE DISPONIBILI PER L'IMPRESA$.

Queste risorse disponibili, in relazione a cosa sono destinate, hanno una duplice funzionalità:

a) **Ri-Generazione del capitale (o Capitale Rigenerato)**: comprende risorse incorporate nell'impresa come i consumi di FFR quantificati dalla perdita annuale di valore economico rappresentata dall'ammortamento e le perdite future presunte (PF); entrambi recuperati coi ricavi. Si definisce "rigenerazione" perché assiste ad un processo di trasformazione da Attivo Fisso (FFR) a Capitale Circolante nel quale non vengono create nuove risorse, ma trasformate le esistenti.

b) **Auto-Generazione del capitale (o Capitale Autogenerato)**: a mano a mano che l'azienda conclude i suoi processi produttivi col conseguimento di ricavi, si generano utili dalla differenza/eccedenza dei ricavi sui costi.

Si definisce "autogenerazione" perché si è generato un nuovo capitale per mezzo del processo produttivo (utile) che viene usato per destinarlo a dividendo o destinarlo a riserva e rinnovo di investimenti in impresa.

5.1.1.1. Metodi di calcolo dell'Autofinanziamento

| Reddito del periodo | | |
|---|----------------------|-----------------|
| Costi di competenza | Ricavi di competenza | |
| Consumi FFS per realizzare la produzione venduta | R i c. | NO Autof. |
| Consumi FFR | a v | |
| Perdite Future Presunte (PF) | i | |
| Costi Futuri Presunti (CF) (parte destinata a dividendo) | | |
| UTILE (parte destinata a riserva) | | Autof. durevole |

L'autofinanziamento è definito come: **Capitale RIGENERATO** + **Capitale AUTOGENERATO** e può essere calcolato secondo due metodologie:

Metodo Diretto:

$$A = V - CONSUMI FFS \text{ (per realizzare la produzione venduta)}$$

dove "V" sono ricavi relativi alla produzione venduta conseguiti nel periodo, al netto dei risconti.

Metodo Indiretto:

$$A = REDDITO NETTO + CONSUMI FFR + PF + CF$$

$$A = UTILE D'ESERCIZIO + Ammortamenti + Accantonamenti + Svalutazioni$$

All'interno del capitale auto-generato si possono individuare due tipi di

autofinanziamento:

- Temporaneo: è la parte dei ricavi formata dai *Costi Futuri Presunti* ("temporanei" fino al verificarsi del rischio per cui sono sorti, sono costi anticipati al presente per eventi futuri e a cui corrisponde un uscita finanziaria immediata) e dalla parte di *utili destinati a dividendo*.

- Duratura o Durevole: costituito dal Capitale di Risparmio, ossia la riserva di utili che non viene distribuita, rimane vincolata all'impresa e ne integra il patrimonio (no vincolo di tempo).

N.B.: il costo della produzione venduta è dato dalla somma algebrica tra il costo della produzione realizzata (consumi FFS + costo servizi + costo lavoro) e la variazione delle scorte di prodotti.

Ulteriore definizione di autofinanziamento può essere vista in questo modo:

- utile destinato a riserva: Autofinanziamento Durevole;

- risorse finanziarie generate dalla gestione corrente: Capitale Autogenerato + Capitale Rigenerato;

- risorse finanziarie generate dalla gestione corrente: Capitale Autogenerato, capace di migliorare il rapporto tra investimenti e finanziamenti di origine esterna.

Finora sono stati mostrati i casi di Autofinanziamento qualora l'impresa consegua un utile, ma l'autofinanziamento può esserci anche se l'azienda opera in perdita, vediamo i vari casi:

| 1° caso | | 2° caso | |
|--|----------------------------|--|----------------------------|
| Reddito del periodo | | Reddito del periodo | |
| Costi di competenza | Ricavi di competenza | Costi di competenza | Ricavi di competenza |
| Consumi FFS per realizzare la produzione venduta | R i c a | Consumi FFS per realizzare la produzione venduta | R i c a |
| Ammortamenti | V CAPITALE RIGENERATO | Ammortamenti | V CAPITALE RIGENERATO |
| Svalutazioni | I CAPITALE AUTOGENERATO | Svalutazioni | I CAPITALE AUTOGENERATO |
| Accantonamenti | P PERDITA | Accantonamenti | |
| Accantonamenti > Perdita | | Assenza di capitale autogenerato | |

Autofinanziamento temporaneo

Autofinanziamento durevole

| 3° caso | | 4° caso | |
|---|---|--|-----------------------|
| Reddito del periodo | | Reddito del periodo | |
| Costi di competenza | Ricavi di competenza | Costi di competenza | Ricavi di competenza |
| Consumi FFS per realizzare la produzione venduta | R i c a v i | Consumi FFS per realizzare la produzione venduta | RICAVI |
| Ammortamenti | CAPITALE RICONFERMATO Autofinanziamento temporaneo | Ammortamenti | CAPITALE RICONFERMATO |
| Svalutazioni | | Svalutazioni | |
| Accantonamenti | | Accantonamenti | |
| | | | |
| Assenza di capitale autogenerato e recupero della struttura operativa | | Assolvimento di risorse finanziarie dalla gestione corrente. | |

5.1.2. I Flussi Finanziari e il CCN (VEGIV)

I flussi finanziari in termini di autofinanziamento rappresentano solo una parte dei flussi di un'azienda, pertanto è necessaria un'analisi globale delle dinamiche dei flussi totali.

Da questo tipo di operazioni si ottiene un livello più dettagliato dello studio dei flussi mediante l'analisi del loro impatto su un dato aggregato finanziario costituito dal "Capitale circolante netto" come sintesi tra l'attivo corrente e il passivo corrente, e dalla "Liquidità" (Cash-Flow) costituita dalle disponibilità liquide in moneta e temporanei sostituti.

L'analisi viene fatta quindi su due livelli:

- Sul Circolante: costruire il flusso di CCN (riferito alla gestione finanziaria) che lega la dinamica finanziaria e quella economica in una visione più generale riferita al processo produttivo;
- Sul Cash Flow: sulle liquidità immediate (cassa e forme facilmente monetizzabili).

Si tratta di indagare le cause esogene (esterne) ed endogene (interne) che hanno determinato cambiamenti nella composizione e nell'entità della situazione finanziaria a breve termine dell'impresa, e che determinano variazioni degli elementi di ciascuna grandezza (di stock) evidenziate dalla classificazione funzionale delle operazioni di gestione.

Si può osservare la dinamica finanziaria in un'accezione generale tramite analisi dei flussi totali: i flussi finanziari derivano da variazioni del Capitale Investito, delle Passività e del Capitale Netto:

$$\Delta C.I. = \Delta P + \Delta C.N.$$

Dove le variazioni sono dovute ad aumenti o diminuzioni delle variabili Capitale Investito, Passività, Capitale Netto, Capitale Netto di Conferimento e Autofinanziamento (AUT.):

| | |
|------------|----------------------------------|
| Δ | = Variazione |
| Δ^+ | = Aumento |
| Δ^- | = Diminuzione |
| AUT. | = Autofinanziamento |
| C.I. | = Capitale Investito |
| P | = Passività |
| C.N. | = Capitale Netto |
| C.N.C. | = Capitale Netto di Conferimento |

$$\Delta C.I. = \Delta^+ C.I. - \Delta^- C.I.;$$

$$\Delta P = \Delta^+ P - \Delta^- P;$$

$$\Delta C.N. = \Delta^+ C.N.C. + AUT. - \Delta^- C.N.C.$$

In particolare, le $\Delta C.N.$ derivano da variazioni di capitale di conferimento (CNC) e aumenti di capitale che sono di origine esterna, autofinanziamento di origine interna.

Esistono differenti forme di impieghi/investimenti e di fonti:

- **Forme di Impieghi:** sono impieghi di risorse finanziarie configurati come aumenti del Capitale Investito, riduzioni di Passività e riduzioni del Capitale Netto di Conferimento; la somma di questi elementi costituisce il concetto di Fabbisogno Finanziario Originario.
- **Forme di Fonti:** sono distinguibili in interne ed esterne:
 - *Interne* sono l'Autofinanziamento e le diminuzioni di Capitale Investito; la loro somma costituisce il Fabbisogno Finanziario Residuale.
 - *Esterne* sono aumenti di Passività e di Capitale Netto di Conferimento.

Se il fabbisogno finanziario totale non è coperto interamente da diminuzioni di Capitale Investito e di Autofinanziamento si deve ricorrere ad indebitamento o ad aumento di capitale perché la condizione che deve sussistere sempre è:

$$I = F, \text{ ossia gli Impieghi devono essere uguali alle Fonti}$$

dove $I = \Delta^+ C.I.; \Delta^+ P.; \Delta^+ C.N.C.$ e $F = \Delta^+ C.I.; \Delta^+ P.; \Delta^+ C.N.C.; AUT.$; e sostituendo nell'uguaglianza:

$$\Delta^+ C.I. + \Delta^+ P. + \Delta^+ C.N.C. = \Delta^+ C.I. + \Delta^+ P. + \Delta^+ C.N.C. + AUT.$$

Un ruolo importante è rivestito dal CCN della gestione corrente che è rappresentato dagli *investimenti netti di più rapida movimentazione che diviene una variabile fondamentale da dover gestire*.

I suoi elementi sono influenzati *esclusivamente* dallo svolgimento dei processi e dalla gestione corrente (origine reddituale) mentre la gestione non corrente influenza il CCN *sempre* attraverso movimentazioni di cassa.

Il ruolo dei flussi nel periodo è dato dal fatto che la gestione del CCN può essere utilizzata per sopperire a specifiche contingenze/necessità finanziarie ovvero assorbire risorse oltre quelle

| | |
|------------|---|
| Δ | = Variazione |
| Δ^+ | = Aumento |
| Δ^- | = Diminuzione |
| C.N. | = Capitale Netto |
| Pf | = Passivo finanziario |
| A.F. | = Attivo Fisso |
| C.N.C. | = Capitale Netto di Conferimento |
| CCN | = Capitale Circolante Netto |
| CCN' | = Capitale Circolante Netto attività corrente |
| Div | = Dividendi |

generate dallo svolgimento del processo corrente.

Come già fatto per il capitale investito, anche per il CCN si possono analizzare le variazioni dovute alle movimentazioni di variabili collegate:

$$\Delta CCN + \Delta A.F. = \Delta Pf + \Delta C.N.$$

Le variazioni di CCN sono legate a quelle dell'attivo fisso, del capitale netto e del passivo finanziario:

$$\Delta A.F. = \Delta^+ A.F. - \Delta^- A.F.;$$

$$\Delta Pf = \Delta^+ Pf - \Delta^- Pf;$$

$$\Delta C.N. = \Delta^+ C.N.C. + CCN' - \Delta^- C.N.C. - Div$$

Sostituendo queste equazioni all'interno di quella del Capitale Circolante Netto:

$$\Delta CCN = (\Delta^+ C.N.C. + CCN' - \Delta^- C.N.C. - Div) + (\Delta^+ Pf - \Delta^- Pf) - (\Delta^+ A.F. - \Delta^- A.F.)$$

Risistemando i termini si ha:

$$\Delta CCN = CCN' + \Delta^+ C.N.C. - \Delta^- C.N.C. - Div + (\Delta^+ Pf - \Delta^- Pf) - (\Delta^+ A.F. - \Delta^- A.F.)$$

$$\Delta CCN = CCN' + \Delta^+ C.N.C. - \Delta^- C.N.C. - Div + \Delta^+ Pf - \Delta^- Pf - \Delta^+ A.F. + \Delta^- A.F.$$

$$\Delta CCN = (CCN' + \Delta^+ C.N.C. + \Delta^+ Pf + \Delta^- A.F.) - (\Delta^- C.N.C. + Div + \Delta^- Pf + \Delta^+ A.F.)$$

FONTI

IMPIEGHI

In particolare, le ΔCCN si legano a differenti forme di impieghi/investimenti e di fonti:

- **Forme di Impieghi:** sono impieghi di risorse finanziarie configurati come aumenti degli investimenti in Attivo Fisso, riduzioni di Passività finanziarie, riduzioni del Capitale Netto di Conferimento e assegnazione di Dividendi; la somma di questi elementi costituisce il concetto di Fabbisogno Finanziario Originario.
- **Forme di Fonti:** sono distinguibili in interne ed esterne:

- o *Interne* sono l'Autofinanziamento e le diminuzioni di investimenti in Attivo Fisso; la loro somma costituisce il Fabbisogno Finanziario Residuale.
- o *Esterne* sono aumenti di Passività finanziarie e di Capitale Netto di Conferimento.

5.1.3. Autofinanziamento e Flusso di CCN della gestione corrente

L'autofinanziamento (calcolato sia con metodo diretto che indiretto) può essere visto come flusso di CCN della gestione corrente, intesa come *l'insieme delle operazioni attinenti alla gestione del ciclo acquisto - trasformazione - vendita che determina modificazioni quantitative e qualitative del CCN*.

L'autofinanziamento e il flusso (inteso come concetto di "variazione") di CCN della gestione corrente possono essere intesi come sinonimi, pertanto partiamo dal primo analizzando ciò che accade a livello statico per poi osservare ciò che ci interessa: le variazioni di CCN a livello dinamico (si ricorda: $CCN = \text{Attivo Circolante} - \text{Passivo a breve}$).

Lo studio dei flussi di CCN, cioè le sue variazioni positive e negative, è importante perché quasi tutti gli elementi che costituiscono la gestione corrente sono *operazioni che generano una variazione del CCN*, la ΔCCN totale è frutto della somma algebrica di esse:

- *Acquisto FFS*: in prima istanza determinano una variazione negativa di CCN ($\Delta^- CCN$) a fronte di una variazione finanziaria negativa (uscita finanziaria) [Esempio: compro merci per 500€ e ciò mi genera un aumento dei debiti nel passivo corrente o una diminuzione del denaro nell'attivo circolante.]; ad esso si collegano:
 - *Magazzino materie*: possono determinare una duplici variazione del CCN in relazione al loro aumento ($\Delta^+ CCN$) o diminuzione ($\Delta^- CCN$);
 - *Produzione*: comprende l'ammortamento di FFR e i costi futuri presunti, non genera alcun effetto o flusso finanziario (NO ΔCCN):
 - *Magazzino Prodotti*: può determinare una duplici variazione del CCN in relazione al loro aumento ($\Delta^+ CCN$) o diminuzione ($\Delta^- CCN$);
 - *Vendite*: determina un flusso finanziario positivo ($\Delta^+ CCN$) se fa aumentare i crediti e un flusso finanziario negativo ($\Delta^- CCN$) perché diminuisce le scorte.

Se il CCN ha una variazione positiva il circolante cresce, se negativa bisogna capire il fabbisogno finanziario residuale.

Le operazioni che non generano variazioni di CCN sono quelle legate agli FFR (es. impianti) perché compresi tra le immobilizzazioni il cui costo si presenta sotto forma di ammortamento, e tutte le operazioni di conferimento del capitale sociale in natura, o nelle quali l'azienda non viene a contatto con i terzi (costi futuri presunti come gli accantonamenti).

Contraffondendo i ricavi e i costi di natura monetaria legati alla gestione corrente otteniamo il flusso di capitale circolante (CCN) della gestione corrente, che risulta strettamente collegato al concetto di gestione caratteristica, intesa come l'insieme di operazioni proprie del ciclo operativo aziendale.

Tale valore differisce dal risultato operativo poiché non considera i flussi economici privi di contenuto finanziario.

Il flusso di CCN della gestione corrente fornisce un'importante informazione su come l'andamento economico della gestione si ripercuote sulla dinamica finanziaria e permette di verificare la capacità aziendale di produrre ricchezza finanziaria nell'attività caratteristica, ossia di auto-generare e/o rigenerare risorse finanziarie tramite la progressiva acquisizione dei ricavi (a livello finanziario, il processo produttivo assorbe e genera flussi di liquidità).

FFR (Amortamenti)
 Contributo di capitale sociale
 Costi futuri presunti

NON
 AUMENTA

Il flusso di CCN si misura con il **Rendiconto Finanziario** che informa sulla gestione dei processi, della struttura, di come si muovono le disponibilità liquide, le scorte, i crediti di funzionamento e i debiti di funzionamento (tutte cose di gestione corrente), che determinano effetti e variazioni delle componenti di CCN.

5.1.3.1. Metodi di calcolo del flusso interno di CCN della gestione corrente

Esistono due metodi che coincidono con quelli dell'autofinanziamento:

- **Metodo Diretto** (fornisce il contributo delle varie aree di gestione): confronta direttamente ricavi e costi aventi natura finanziaria e riconducibili alla gestione corrente, da questo punto di vista, il flusso di CCN della gestione corrente coincide in linea di principio con il MOL, ma tale coincidenza viene meno quando il valore della produzione realizzata comprende anche dei costi capitalizzati che non sono considerati nel primo in quanto privi di natura finanziaria.

$A = V - \text{Consumi FFS} \rightarrow$ flusso di CCN della gestione (caratteristica) operativa
dove "V" sono ricavi relativi alla produzione venduta conseguiti nel periodo, al netto dei risconti e "consumi FFS per realizzare la produzione venduta" sono: consumi di materie + costo del lavoro (TFR incluso) - Ascorte prodotti.

Il flusso di CCN della gestione operativa può assorbire o generare risorse finanziarie determinando aumenti o diminuzioni del CCN; se aggiungiamo il risultato della gestione accessoria, finanziaria e fiscale otteniamo: **FLUSSO DI CCN DELLA GESTIONE CORRENTE =**

$$= \text{Flusso di CCN della gestione caratteristica} \pm \text{Gestione Accessoria} - \text{Oneri Finanziari} - \text{Imposte}$$

C'è sempre dubbio sull'area di pertinenza dei proventi e oneri finanziari, perché non è detto che siano per forza relativi alla gestione corrente (esempio: se sostenuti per finanziare la gestione operativa non ha molto senso staccarli da essa e metterli nella gestione finanziaria).

Sommando algebricamente a questo il risultato della gestione straordinaria si ottiene il Flusso di CCN prodotto dalla gestione reddituale.

- **Metodo Indiretto** (arriva velocemente al risultato, è più sintetico): parte dal reddito d'esercizio e sottrae i componenti privi di contenuto finanziario

$$A = \text{UTILE D'ESERCIZIO} + \text{Ammortamenti} + \text{Accantonamenti e Svalutazioni} - \text{Proventi Straordinari} + \text{Oneri Straordinari} \rightarrow \text{flusso di CCN della gestione corrente}$$

Sommando il risultato delle gestioni accessoria, finanziaria e fiscale si ottiene:

$$\text{FLUSSO DI CCN DELLA GESTIONE CARATTERISTICA} = \text{Flusso di CCN della gestione corrente} \pm \text{Gestione Accessoria} + \text{Oneri Finanziari} + \text{Imposte}$$

Sommando algebricamente a questo il risultato della gestione straordinaria si ottiene il Flusso di CCN prodotto dalla gestione reddituale.

| FLUSSO INTERNO DI CCN AFFERENTE ALLA GESTIONE CORRENTE | |
|---|--|
| METODO DIRETTO | METODO INDIRETTO |
| Ricavi Netti | Utile d'esercizio |
| Altri Ricavi | + Ammortamenti |
| Ascorte prodotti e semilavorati | + Accantonamenti e Svalutazioni |
| <i>(Le somme delle componenti positive di C.E. iscritte in Flussi Fonti, se sono registrate in Flussi Impieghi, rappresentano rettifiche di componenti positive e quindi vengono inserite ma con segno -)</i> | - Oneri straordinari (es. impairment avviamento) |
| - Consumi di materie | + Rettifiche di attività / - Rettifiche di passività |
| - Ascorte materie | + Svalutazioni attivo circolante |
| - Costi dei servizi | - Rivalutazioni attivo circolante |
| - Costi del lavoro (TFR incluso) | - Proventi straordinari e plusvalenze |
| - Altri costi ed oneri (es. godimento Beni di terzi) | - Costi capitalizzati per lavori interni |
| <i>(Le somme delle componenti negative di C.E. iscritte in Flussi Impieghi, se sono registrate in Flussi Fonti, rappresentano rettifiche di componenti negative e quindi vengono inserite ma con segno + a rettifica dei costi)</i> | <i>(Componenti negativi con segno - Componenti positivi con segno +) vanno ricercati nella colonna delle rettifiche: se rettifiche Fonti hanno segno +, se rettifiche Impieghi hanno segno -</i> |
| Flusso di CCN prodotto dalla gestione caratteristica (operativa) | |
| +/- Risultato della gestione accessoria = + proventi - oneri accessori | +/- Risultato della gestione accessoria = - proventi + oneri accessori |
| + Proventi Finanziari | - Proventi Finanziari |
| - Oneri Finanziari | + Oneri Finanziari |
| - Imposte | + Imposte |
| <i>Componenti positivi (Fonti) con segno + Componenti negativi (Impieghi) con segno -</i> | <i>Componenti positivi (Fonti) con segno - Componenti negativi (Impieghi) con segno +</i> |
| Flusso di CCN prodotto dalla gestione caratteristica (operativa) | Flusso di CCN prodotto dalla gestione caratteristica (operativa) |
| +/- Risultato della gestione straordinaria (se non rettificata) = + proventi - oneri straordinari | +/- Risultato della gestione straordinaria (se non rettificata) = - proventi + oneri straordinari |
| Flusso di CCN prodotto dalla gestione reddituale | Flusso di CCN prodotto dalla gestione reddituale |

[Ai fini dell'esercitazione: Il metodo diretto prende in considerazione i flussi effettivi evidenziando le cause dello stesso, cioè permette di indagare quali impieghi hanno assorbito risorse finanziarie e quali fonti ne hanno generato. Per il calcolo, dal foglio di lavoro, si prendono gli importi della "colonna flussi" si fa la differenza tra Fonti C.E. e Impieghi C.E.: (Fonti - Impieghi = Autofinanziamento complessivo)

Il metodo indiretto non permette di evidenziare le cause dell'autofinanziamento, cioè individuare quali impieghi abbiano effettivamente assorbito risorse e quali fonti hanno generato risorse, ma è un calcolo più veloce: si prendono i dati dalla "colonna rettifiche" del foglio di lavoro facendo la differenza tra fonti e impieghi (rettifiche Fonti C.E. - rettifiche Impieghi C.E.) = Autofinanziamento della gestione corrente.]

La figura mostra un altro prospetto utile a calcolare il flusso di CCN:

| PROSPETTO VARIAZIONI INTERNE DI CCN | |
|--|---|
| <i>N.B.: (considera elementi dall'attivo circolante e del passivo a breve)</i> | |
| IMPIEGHI | FONTI |
| Incrementi di liquidità | Diminuzione di liquidità |
| Aumento di crediti verso clienti | Diminuzione di crediti verso clienti |
| Aumento di crediti in generale | Diminuzione di crediti in generale |
| Aumento Rimanenze merci | Diminuzione di ratei e risconti attivi |
| Diminuzione di debiti verso fornitori | Diminuzione rimanenze merci |
| Decremento di debiti tributari | Diminuzione rimanenze lavori in corso su ordinazione |
| | Aumento di debiti verso fornitori |
| | Aumento di altri debiti e passività |
| | Aumento di ratei e risconti passivi |
| <i>(si sommano tutte le voci che sono al lato Impieghi e si fa la somma algebrica e hanno segno +, se sono tra le Fonti vanno nella sezione opposta)</i> | <i>(si vanno tutte le voci che sono al lato Fonti, ne viene fatta la somma algebrica e hanno segno -, se sono tra gli Impieghi vanno nella sezione opposta)</i> |
| | Totale Fonti |
| Totale Impieghi | Totale a pareggio |

5.1.4. Autofinanziamento e Cash Flow

Il Cash Flow complessivo rappresenta il flusso di cassa sia della gestione corrente sia di quella extracorrente: in riferimento alla prima è formato dalle entrate ed uscite monetarie relative alle sole operazioni appartenenti ad essa, ma per determinarne il livello complessivo occorre considerare anche le entrate e uscite monetarie provenienti dalle operazioni della gestione extracorrente (movimentazioni dei debiti e crediti di finanziamento, del capitale di proprietà, acquisizione e dismissione di FFR).

Il Cash flow non è un fenomeno a sé stante che vive di vita propria, ma deriva dalle relazioni che l'azienda intrattiene con l'ambiente esterno e generano variazioni delle entrate e uscite finanziarie, che stanno dietro i ricavi e i costi.

La gestione della struttura va letta attraverso la composizione delle variazioni dell'attivo fisso, dei finanziamenti esterni e della gestione dei processi che confluiscono nel Rendiconto Finanziario.

Sebbene per anni si sia parlato di contrapposizione tra il Rendiconto delle variazioni del CCN e il *Cash Flow*, in realtà, il CCN deriva dalla gestione dei processi aziendali svolti per assicurare che questo capitale si trasformi in *cash flow* corrente.

E' evidente che quindi non c'è contrapposizione tra CCN e *Cash Flow*, ma che questi siano due punti di vista differenti per osservare diversi aspetti dello stesso fenomeno: dentro il CCN gira il fenomeno dell'autofinanziamento, dal quale può derivare il fenomeno dei flussi monetari di cassa che gira dentro il *Cash Flow*.

Si può dire allora che il *cash flow* corrente rappresenta la parte liquida dell'autofinanziamento, ossia è soltanto quella parte della variazione di CCN corrente attinente alla movimentazione della cassa.

Il *cash flow* corrente rappresenta quindi l'autofinanziamento depurato dalle sue parti o degli elementi di CCN illiquidi (incremento/decremento di scorte, crediti, debiti v/fornitori, ecc..), e può essere visto quindi come differenza tra entrate correnti e uscite correnti.

Gli elementi che costituiscono il CCN possono e devono essere gestiti coerentemente con la gestione extracorrente affinché dall'autofinanziamento si generi un flusso di cassa adeguato; a tal proposito va considerato come le variazioni di poste di bilancio influenzino la liquidità:

- gli aumenti delle attività attinenti alla gestione corrente rilasciano liquidità
- gli aumenti delle passività correnti costituiscono fonte di risorse finanziarie che sprigionano risorse liquide da utilizzare nella gestione corrente
- il decremento dei debiti correnti assorbe risorse liquide, essendo un impiego di risorse.

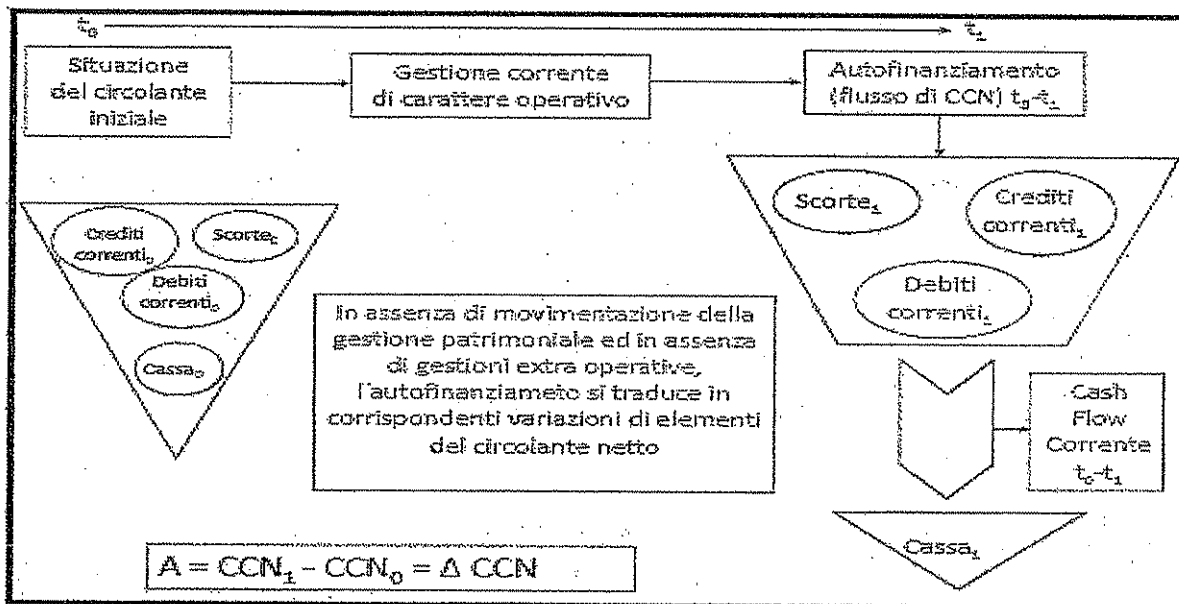
Il CCN comprende le partizioni degli investimenti e delle fonti di finanziamento più elastiche (rispetto ad altre classi) e quindi più manovrabili dall'impresa per sprigionare flussi di cassa della gestione corrente; il tutto deve essere in linea con le proprie esigenze extra-correnti derivanti dal piano di rinnovo della propria struttura tecnico-operativa e/o di rimborso dei debiti finanziari e dalle esigenze del mercato azionario che sono collegate ai dividendi.

In base al rapporto tra l'autofinanziamento (flusso di CCN) generato e il *cash flow* si possono trarre alcune conclusioni sulla situazione della liquidità aziendale:

- **AUTOFINANZIAMENTO : CASH = 1 : 1** significa che l'autofinanziamento e il *cash flow* sono in linea, ossia sono in rapporto 1 a 1 e le componenti interne del CCN si autoalimentano a vicenda.
- **AUTOFINANZIAMENTO : CASH = 5 : 1** significa che sono in rapporto 5 a 1, ossia che a fronte di 5 di autofinanziamento si produce 1 di *cash flow* corrente; può essere determinato da aumento di CCN che può derivare da:
 - non si incassano i crediti
 - si produce per il magazzino perché non si vende (Situazione di illiquidità)
 - i fornitori non fanno più credito.

L'interpretazione qualitativa dell'autofinanziamento permette di sottolineare che in tali situazioni esso non può rappresentare più il *cash flow* potenziale perché sta dentro le componenti illiquide che, essendo immobilizzazioni, difficilmente si convertiranno in flussi di cassa (questo è sintomatico di un'impresa con difficoltà finanziarie).

- **AUTOFINANZIAMENTO : CASH = 1 : 5** significa che sono in rapporto 1 a 5 e che a fronte di 1 di autofinanziamento si produce 5 di *cash flow*; può essere interpretato in due modi:
 - Positivo → usare il flusso di cassa alto per far rientrare nelle posizioni di credito precedenti o migliorare la gestione logistica o le scorte;
 - Negativo → aumento delle passività correnti che alimentano futuri aumenti delle passività finanziarie.



In conclusione occorre sempre interpretare come si arriva dall'autofinanziamento al cash flow per capire l'autofinanziamento, la sua destinazione in termini di variazione del CCN ed infine arrivare a capire come l'impresa ha prodotto i flussi di cassa.

5.1.4.1. Dal CCN della gestione corrente al Cash Flow

Osservazioni → Durante l'anno si produce l'autofinanziamento definito come "la capacità dell'impresa di rigenerare e auto-generare risorse finanziarie" (nel senso che è in grado di rigenerare costantemente gli investimenti effettuati e autogenerare altre risorse finanziarie nuove) e che si può interpretare come flusso di CCN perché rappresenta proprio la modificazione qualitativa e quantitativa che il CCN subisce per effetto della gestione e che si verifica costantemente: partendo dal CCN iniziale (CCN_0) si arriva a quello finale (CCN_1) che di solito ha un valore diverso dovuto al funzionamento dell'impresa.

- L'imbuto (triangolo rovesciato) rappresenta il flusso di autofinanziamento costituito da scorte, crediti, debiti e cassa e del quale occorre verificare quanta parte ne viene liberata per incrementare la cassa.

Il CCN è una "spugna" che tende a espandersi (*assorbendo risorse finanziarie*) o restringersi (*liberando risorse finanziarie*) in base alle esigenze dell'impresa, cioè è possibile che le imprese con proprie previsioni di tipo strategico gestiscano gli elementi del CCN al fine di liberare risorse monetarie tali da sopperire alle esigenze della gestione extra-corrente.

- Se l'autofinanziamento viene assorbito fortemente dalla "spugna" di scorte e crediti vuol dire che questi hanno subito un incremento notevole e non permettono il rilascio di risorse monetarie, quindi le risorse generate dalla gestione corrente potrebbero non essere immediatamente disponibili in forma liquida: se le due spugne si restringono (vendo scorte e incasso crediti) il cash flow che esce dall'imbuto è abbondante e addirittura può essere maggiore del flusso di autofinanziamento se alla riduzione di scorte e crediti si aggiunge un incremento dei debiti.

[CASO FIAT: ha aumentato talmente tanto l'indebitamento di parte corrente (non pagando più i fornitori, sfruttando potere contrattuale) al fine di liberare un flusso di cassa particolarmente ampio in grado di rimborsare i debiti di finanziamento (extra-corrente) tramite la riduzione delle uscite monetarie e finanziarie dovute ai costi.]

Facendo leva sui debiti correnti al fine di sprigionare liquidità dal ciclo corrente, si sposta al futuro il problema del rimborso dei debiti correnti, nel quale si dovrà far ricorso a nuovi debiti finanziari per pagare i fornitori.

Conclusioni: in assenza di movimentazione della gestione patrimoniale ed extracorrente, e solo se nella cassa di deposita cash flow corrente, l'autofinanziamento corrisponde alla variazione degli elementi di CCN del periodo

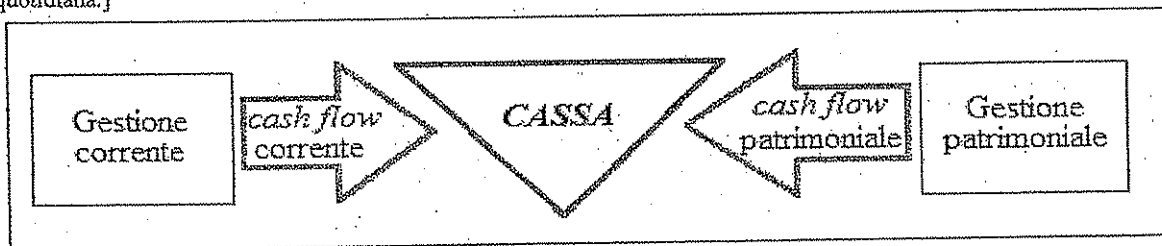
$$AUTOFINANZIAMENTO = \Delta CCN = CCN_1 - CCN_0$$

| S.P. nell'anno T ₀ | C.E. | S.P. nell'anno T ₁ |
|--|--|--|
| <p>Investimenti in CCN: consentono il funzionamento della struttura tecnico-operativa</p> <p>↓</p> <p>FABBRICA</p> <p>↓</p> <p>Rappresenta impieghi strutturali finanziati con capitale di terzi</p> | <p>I risultati dello svolgimento dei circuiti della produzione sono nel C.E. e generano:</p> <p>a) Entrate Finanziarie a fronte di ricavi, b) Uscite Finanziarie a fronte di consumi di FFS.</p> <p>Circuiti della produzione</p> <p>Le risorse finanziarie prodotte dalla gestione corrente determinano L'AUTOFINANZIAMENTO</p> | <p>AUTOFINANZIAMENTO</p> <p>1. Utilizzato per investimenti in CCN (non si originano flussi di cassa liquidi); 2. Utilizzato per impieghi in struttura: remunerare passività finanziarie e capitale di proprietà.</p> |

In realtà la cassa può essere alimentata dalla gestione patrimoniale (Attivo, Passivo Fisso e Capitale Proprio).

La cassa rappresenta il punto in comune (*trade union*) tra la gestione corrente che produce modificazioni quali/quantitative del CCN (comprendente la cassa stessa) e la gestione extra-corrente che influenza il CCN proprio attraverso la movimentazione della cassa per investimenti in attivo fisso, rimborso di passivo finanziario, pagamento di dividendi e/o aumento del capitale sociale.

Non deve mai accadere che la gestione patrimoniale generi un cash flow che alimenti la cassa al fine di supportare esigenze di gestione corrente. [CASO ALITALIA: autofinanziamento e cash flow erano negative e si sprigionava un flusso di gestione patrimoniale che attraverso la cassa finanziava la gestione operativa quotidiana.]



Analizzando la situazione sotto un profilo più squisitamente pratico, per determinare e definire il Cash Flow corrente occorre verificare quanta parte di queste sono prontamente disponibili in forma monetaria nella cassa aziendale.

Per passare dal CCN al Cash Flow si affrontano alcune fasi:

1. Dall'analisi fatta nel Rendiconto si mette in risalto come la gestione corrente produca modificazioni qualitative e quantitative nel CCN per poi andare a specificare quante risorse monetarie, da usare per le esigenze di gestione, esso ha generato;
2. Dalla contrapposizione tra Ricavi e consumi di FFS si calcola l'Autofinanziamento inteso come risorse rigenerate e/o auto-generate;

3. Occorre verificare quanta parte di queste risorse finanziarie sono prontamente disponibili sotto forma di liquidità aziendale (*Cash Flow corrente*), ad esempio in c/c, in cassa ecc...;
4. Occorre decidere le destinazioni delle risorse monetarie che hanno movimentato *la cassa*.

Può essere utile un esempio che mostra come, anche in *assenza di utili* si genera autofinanziamento:

| [Esempio: Ammortamento come fonte di Autofinanziamento] | | | | | |
|--|---------|--|------------------|---------------------------|--------|
| Capitale T _{n-1} | | | Ricavi = 1000; | | |
| CCN 100 | 1100 CN | | Costi FFS = 800; | 20% di 1000 = 200 | |
| A.F. 1000 | | | Costi FFR = 20% | che dallo S.P. va in C.E. | |
| A.F. si riduce trasformandosi in risorse disponibili del Capitale Circolante | | | | | |
| Capitale T _n | | | Reddito | | |
| CCN 300 | 1100 CN | | Costo FFS 800 | 1000 | Ricavi |
| A.F. 800 | | | Costo FFR 200 | | |
| C.I. 1100 | | | Utile 0 | | |

[L'autofinanziamento è pari a 200 (Ricavi - costi FFS) e ha permesso di generare le risorse finanziarie precedentemente investite nella struttura tecnica: da investimenti fissi a risorse finanziarie.]

Ulteriore esempio:

| [Esempio 2] | | | | | |
|---------------------------|---------|--|------------------|------|--------|
| Capitale T _{n-1} | | | Ricavi = 1200; | | |
| CCN 100 | 1100 CN | | Costi FFS = 800; | | |
| A.F. 1000 | | | Costi FFR = 200 | | |
| | | | PPF = 20 | | |
| Capitale T _n | | | Reddito | | |
| A.F. 800 | 1280 CN | | Costo FFS 800 | 1200 | Ricavi |
| Denaro 400 | | | Costo FFR 200 | | |
| Crediti 80 | | | PPF 20 | | |
| C.I. 1280 | | | Utile 180 | | |

[Un utile = 180 genera un Autofinanziamento pari a 400, che va tutto nella cassa (si ipotizza transazioni tutte in contanti e assenza di magazzini, crediti e debiti), la voce denaro è così composta:

- *Rigenerazione di risorse finanziarie:* Consumo FFR=200 e PFP=20;
- *Auto-generazione di risorse finanziarie:* Utile =180

Detta in un altro modo, i ricavi permettono di:

- *Rigenerare Attivo Fisso per 200 e Crediti per 20 in denaro*
- *Auto-generare nuovi investimenti per 180, finanziati facendo leva sui ricavi che finanziariamente hanno coperto l'utile e che sono, per ipotesi tutti in forma liquida.]*

| [Esempio 3] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|-----------------|-----------------|------|------|-------|------|------|----------------|-----|--|-----------------|------|--|----------|-------|--|------|------|--|-------------------|------|
| <table border="1"> <tr> <th colspan="2">Capitale In-1</th> <th rowspan="2">C.N.</th> </tr> <tr> <td>Cassa</td> <td>1000</td> <td>1400</td> </tr> <tr> <td>Impianti</td> <td>400</td> <td></td> </tr> <tr> <td>C.I.</td> <td>1400</td> <td></td> </tr> </table> | | Capitale In-1 | | C.N. | Cassa | 1000 | 1400 | Impianti | 400 | | C.I. | 1400 | | Ricavi | = 120 | | | | | | |
| | | Capitale In-1 | | | C.N. | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cassa | 1000 | 1400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impianti | 400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| C.I. | 1400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <table border="1"> <tr> <th colspan="2">Capitale In</th> <th rowspan="6">C.N.</th> </tr> <tr> <td>Cassa</td> <td>1020</td> <td>1450</td> </tr> <tr> <td>Riman. materie</td> <td>30</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Riman. prodotti</td> <td>10</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Impianti</td> <td>390</td> <td></td> </tr> <tr> <td>C.I.</td> <td>1450</td> <td></td> </tr> </table> | | Capitale In | | C.N. | Cassa | 1020 | 1450 | Riman. materie | 30 | | Riman. prodotti | 10 | | Impianti | 390 | | C.I. | 1450 | | Prodotti iniziali | = 70 |
| | | Capitale In | | | C.N. | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Cassa | 1020 | | | 1450 | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Riman. materie | 30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Riman. prodotti | 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Impianti | 390 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| C.I. | 1450 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prodotti venduti | = 60 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Acquisto FFS | = 100 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Consumo FFS | = 70 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Consumo FFR | = 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| R.F. materie | = (100-70) = 30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| R.F. prodotti | = (70-60) = 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| SCHEMA DI C.E. A CRP | |
|-----------------------------|-----|
| RICAVI | 120 |
| COSTO DEL VENDUTO: | |
| + CONSUMO FFS | 70 |
| - Δ SCORTE PRODOTTI | -10 |
| CONSUMO FFS PRODUZ. VENDUTA | 60 |
| AMMORTAMENTI | 10 |
| TOT. COSTO DEL VENDUTO | 70 |
| UTILE | 50 |

[Da un utile = 50 si genera un autofinanziamento pari 60, vediamo le movimentazioni intervenute sulle variabili di S.P.:

- Cassa: $1000 - 100$ (acquisto FFS) + 120 (ricavi) = 1020
- ΔMaterie: $100 - 70$ (unità consumate) = 30
- ΔProdotti: $70 - 60$ (unità vendute) = 10
- ΔImpianti: $400 - 10$ (ammortamento) = 390
- ΔC.N.: $1400 + 50$ (utile) = 1450

L'autofinanziamento distribuito in cassa (20), in magazzino prodotti per (10), in magazzino materie per (30) per un totale di 60, è servito a coprire l'espansione del CCN.

In termini di dinamica finanziaria, le risorse finanziarie derivanti dai ricavi (120) sono state così distribuite:

- Assorbite dal ciclo produttivo: 60,
- Finanziamento dell'incremento di materie: 30
- Incremento di magazzino prodotti: 10
- Cassa: 20.

Il flusso di cassa dell'anno si calcola come: **CASH FLOW CORRENTE** = Autofinanziamento - Incremento materie - Incremento prodotti; l'autofinanziamento è cash flow "potenziale" perché esprime esattamente quante risorse liquide possono essere recuperate quando le variazioni di scorte in magazzino sono nulle e i crediti sono tutti incassati, in caso contrario differisce dal cash flow "effettivo".]

| [Esempio 4] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------------------------|---------------|------|------|-------|------|--------|----------|---------|----|------|------|--------------|--------|---|--|---------------|----|--|--|----------|-----|--|--|------|------|------|--|-------------------|------|
| <table border="1"> <tr> <th colspan="2">Capitale In-1</th> <th rowspan="2">C.N.</th> </tr> <tr> <td>Cassa</td> <td>1000</td> <td>1400</td> </tr> <tr> <td>Impianti</td> <td>400</td> <td></td> </tr> <tr> <td>C.I.</td> <td>1400</td> <td></td> </tr> </table> | | Capitale In-1 | | C.N. | Cassa | 1000 | 1400 | Impianti | 400 | | C.I. | 1400 | | Ricavi | = 120 di cui 20 a credito e 100 in contanti | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Capitale In-1 | | | C.N. | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cassa | 1000 | 1400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impianti | 400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| C.I. | 1400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <table border="1"> <tr> <th colspan="2">Capitale In</th> <th rowspan="6">C.N.</th> </tr> <tr> <td>Cassa</td> <td>1030</td> <td>30</td> <td>Debiti</td> </tr> <tr> <td>Crediti</td> <td>20</td> <td>1450</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rim. Materie</td> <td>30</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rim. Prodotti</td> <td>10</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Impianti</td> <td>350</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>C.I.</td> <td>1480</td> <td>1480</td> <td></td> </tr> </table> | | Capitale In | | C.N. | Cassa | 1030 | 30 | Debiti | Crediti | 20 | 1450 | | Rim. Materie | 30 | | | Rim. Prodotti | 10 | | | Impianti | 350 | | | C.I. | 1480 | 1480 | | Prodotti iniziali | = 70 |
| | | Capitale In | | | C.N. | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Cassa | 1030 | | | 30 | Debiti | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Crediti | 20 | | | 1450 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Rim. Materie | 30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | Rim. Prodotti | 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impianti | 350 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| C.I. | 1480 | 1480 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prodotti venduti | = 60 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Acquisto FFS | = 50 a debito e 70 in contanti | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Consumo FFS | = 70 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Consumo FFR | = 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| R.F. materie | = (100-70) = 30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| R.F. prodotti | = (70-60) = 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| C.E. A CRV | |
|--------------------------------------|-----|
| RICAVI | 120 |
| CONSUMO FFS | 70 |
| - ASCORTE PRODOTTI | -10 |
| CONSUMI FFS DELLA PRODUZIONE VENDUTA | 60 |
| AMMORTAMENTI | 10 |
| COSTO DEL VENDUTO | 70 |
| UTILE | 50 |

[La cassa ha subito una variazione positiva pari alla differenza tra cassa iniziale e finale nell'anno n ($1000-70+100$) per effetto delle uscite ed entrate in contanti che è stata prodotta facendo leva sul debito corrente e non sui ricavi; sono nati dei debiti (30) e quindi il flusso di cassa è: **FLOW CORRENTE** = Autofinanziamento - Incremento materie - Incremento prodotti - Crediti correnti + Debiti correnti.]

Il rendiconto del flusso di CCN complessivo (patrimoniale) mette in evidenza il fabbisogno finanziario originario degli impieghi che deve essere coperto da fonti interne ed esterne (entità dei mezzi di finanziamento che necessitano all'azienda per compiere gli investimenti); qualora le fonti della gestione extracorrente non riescano a coprire il fabbisogno delle risorse assorbite, dovrà essere il CCN e quindi la gestione corrente a dover coprire tale fabbisogno: la gestione corrente finanzia quella extracorrente.

5.2. Il Rendiconto Finanziario

È uno schema a sezioni divise e contrapposte che fa capire la politica finanziaria dell'impresa riclassificando gli elementi e dandone la composizione percentuale sul totale delle fonti e degli impieghi.

Il **Rendiconto Finanziario** è un *prospetto (documento finanziario) che riassume le variazioni avvenute durante l'esercizio nella situazione patrimoniale-finanziaria dell'impresa*, ovvero un insieme di flussi finanziari aggregati per aree gestionali.

Il **flusso finanziario** è proprio *la variazione intervenuta negli elementi di due stati patrimoniali consecutivi*.

La costruzione di un sistema di flussi finanziari aggregati in un prospetto unitario (*Rendiconto*) assume elevata significatività qualora presenti comparativamente i dati afferenti all'esercizio precedente e rappresenta lo sbocco necessario di tutte le analisi della dinamica finanziaria grazie al fatto che rileva gli scostamenti risultanti dal confronto fra i valori dello S.P. di fine esercizio (al 31/12) con quelli ricavati dallo S.P. iniziale.

Il rendiconto, in particolare, presenta un'elevata capacità informativa perché riassume le fonti che hanno incrementato fondi liquidi disponibili per la società e gli impieghi che ne hanno comportato un decremento; per questo è anche definito **prospetto delle fonti e degli impieghi** perché non mostra solo le variazioni intervenute tra due esercizi, ma ne evidenzia anche le cause generatrici con la finalità di offrire informazioni sugli scostamenti delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti di un'impresa nel tempo.

Secondo i principi italiani (OIC n.12), il rendiconto ha quindi lo scopo di riassumere:

- *l'attività di finanziamento dell'impresa durante l'esercizio* (autofinanziamento e finanziamento esterno), espressa in termini di variazioni delle risorse finanziarie;
- *le variazioni delle risorse finanziarie* determinate dall'attività produttiva di reddito svolta nell'esercizio;
- *l'attività d'investimento* dell'impresa nell'esercizio;
- *le variazioni della situazione patrimoniale-finanziaria* dell'impresa avvenute nell'esercizio;
- *le correlazioni tra fonti di finanziamento ed investimenti effettuati*.

Il principio stabilisce che il rendiconto va inserito nella Nota Integrativa al bilancio d'esercizio.

A livello internazionale, lo IAS n.7 stabilisce che l'informazione sui flussi finanziari di un'impresa è utile agli utilizzatori del bilancio per accertare la capacità dell'impresa di produrre disponibilità liquide e mezzi equivalenti, per poi determinare la necessità del loro impiego.

Le decisioni economiche da parte degli utilizzatori del bilancio richiedono una valutazione della capacità di un'impresa a produrre disponibilità liquide o equivalenti, la tempistica e il grado di certezza della loro generazione e tale principio stabilisce proprio che il rendiconto finanziario deve presentare i flussi finanziari intervenuti nell'esercizio classificandoli, in base ai rami d'attività, in:

- **Attività Operativa:** rappresentata dalle principali attività generatrici di ricavi dell'impresa; è un indicatore chiave della misura in cui l'attività dell'impresa ha generato flussi finanziari sufficienti a rimborsare prestiti, a mantenere la capacità operativa dell'impresa, a pagare dividendi ed effettuare nuovi investimenti senza ricorrere a finanziamenti esterni.

- **Attività d'Investimento:** comprendente l'acquisto e la cessione di attività immobilizzate e i cui flussi finanziari rappresentano la misura in cui i costi sono stati sostenuti per acquisire risorse destinate a produrre futuri proventi e flussi finanziari.

• **Attività Finanziaria:** rappresenta l'attività che comporta la modificazione della dimensione e della composizione del capitale netto e dei finanziamenti ottenuti dall'impresa; è utile nella previsione di richieste sui futuri flussi finanziari da parte di chi fornisce i capitali all'impresa.

Le valutazioni, inoltre, fanno riferimento alle voci suddivise in base alle principali aree gestionali:

- Area di gestione reddituale corrente che comprende tutte le operazioni connesse con le attività di gestione operativa ed extraoperativa dell'impresa che esercitano un impatto sulla dinamica di produzione e assorbimento di ricchezza;
- Area di gestione delle attività di investimento in impieghi di breve e lunga durata, di carattere operativo e di carattere finanziario (variazioni intervenute nella composizione dell'attivo corrente e immobilizzato);
- Area di gestione delle attività di finanziamento che comprende tutte le variazioni nel passivo finanziario (a breve e medio-lungo termine) e nel capitale netto.

Il primo elemento da considerare è la gestione degli investimenti fissi di tipo operativo perché ogni acquisizione assorbe risorse monetarie e ogni dismissione ne libera.

Il flusso di capitale circolante netto (CCN), ossia liquidità, originato dalla *gestione reddituale* è un elemento fondamentale nell'analisi finanziaria del bilancio, infatti costituisce l'anello di congiunzione fra l'aspetto economico e l'aspetto finanziario ed è un collegamento essenziale per comprendere come l'andamento economico della gestione si ripercuote sulla dinamica finanziaria dell'impresa.

Ogni operazione di gestione corrente, finanziaria e sul capitale genera variazioni di CCN e bisogna indagare queste movimentazioni e le loro *cause*.

Nel caso in cui i ricavi eccedano i costi (che assorbono liquidità o CCN) si determina un aumento delle risorse finanziarie generate dalla gestione reddituale: liquidità o Capitale Circolante Netto.

La redazione del rendiconto passa attraverso tre fasi:

1. *Stato Patrimoniale di inizio e fine periodo* riclassificati secondo il criterio "funzionale".
2. usando gli Stati Patrimoniali riclassificati e il Conto Economico dell'esercizio si individuano le scritture contabili che hanno registrato fatti aziendali modificativi del CCN utilizzando uno specifico strumento contabile denominato foglio di lavoro; in questa fase occorre distinguere le variazioni finanziarie (che determinano una variazione del CCN) da quelle non finanziarie (che lasciano invariato il CCN).
3. *Compilazione del rendiconto finanziario*.

5.2.1. Il Foglio di Lavoro (è il documento excel delle esercitazioni)

Nella seconda fase di redazione del rendiconto si mira a determinare i flussi finanziari intervenuti nel periodo, che saranno poi utilizzati per calcolare il CCN della gestione corrente.

I flussi finanziari si ricostruiscono sulla base di tre documenti:

1. *Stato Patrimoniale al tempo T_0* classificato con criterio funzionale (attivo fisso e circolante e correlate passività e Netto) le cui voci principali saranno "cassa, depositi a vista e bancari, crediti correnti, scorte" in termini di attivo circolante e "debiti correnti e per TFR" in termini di passivo corrente; "immobilizzazioni e crediti di finanziamento" come attivo fisso e "P. Netto e debiti che non impattano sul CCN" come passivo consolidato.
2. *Conto Economico al tempo T_1* classificato a ricavi e costo del venduto o secondo il MOL (margine operativo lordo) con maggior propensione per quest'ultimo perché esplica direttamente l'autofinanziamento ed individua la gestione corrente d'esercizio di natura reale-finanziaria; si usa solo il C.E. dell'anno perché è già una variabile flusso,
3. *Stato Patrimoniale al tempo T_1* (come sopra).

Tutte le voci evidenziate nei prospetti di S.P., invece, possono essere identificate come valori stock o base di riferimento su cui calcolare le variazioni intervenute nell'arco del periodo tramite confronto di due S.P. consecutivi, o come costi e ricavi se si tratta di C.E.; tutto con lo scopo di

procedere a una classificazione di queste come fonti o come impieghi in base al tipo di *variazioni in aumento o in diminuzione* o in base *alla natura della voce*.

Per prima cosa vanno calcolate le *variazioni grezze*, ossia aumenti o diminuzioni da un anno all'altro determinate da un flusso finanziario, ad esempio se ho una variazione dei crediti va verificato qual è stato l'impiego monetario effettivo o una variazione immobilizzazioni va visto da cosa è data perché potrebbe esserci stato ammortamento, o svalutazioni o nuove acquisizioni.

Queste variazioni vanno riportate in due colonne secondo una **classificazione delle voci tra gli Impieghi o tra le Fonti** che avviene in questo modo:

- *Nello S.P.* la variazione annua che emerge dal confronto tra i due anni (separando la parte "circolante" da quella "fissa/consolidata" deve essere classificata in
 - *Impieghi*, ossia tutte quelle variazioni che hanno ASSORBITO risorse finanziarie: aumento delle attività, diminuzione delle passività o del capitale netto [$I \rightarrow \Delta^+ \text{Attività e } \Delta^- \text{Passività e P.N.}$];
 - *Fonti*, sono le variazioni che hanno GENERATO o INCREMENTATO le risorse finanziarie: riduzione delle attività, aumento delle passività o del capitale netto [$F \rightarrow \Delta^- \text{Attività e } \Delta^+ \text{Passività e P.N.}$];
- *Nel C.E. a CRV o MOL* i flussi non emergono da un confronto coi dati dell'anno precedente perché le componenti costituiscono già di per se variabili flusso e vengono classificate in
 - *Impieghi* sono le componenti negative di reddito e l'utile [$I \rightarrow \text{Costi (o } \Delta^- \text{Ricavi) e Utile}$];
 - *Fonti* sono le componenti positive di reddito e la perdita [$F \rightarrow \text{Ricavi (o } \Delta^+ \text{Costi) e Perdita}$].

Si ricorda che va sempre effettuato il controllo che gli impieghi siano uguali alle fonti ($I = F$) e che non tutti i ricavi e non tutti i costi sono *effettivi* impieghi o fonti di risorse finanziarie.

Il rendiconto mira a *ricostruire i flussi "finanziari" derivanti dalla gestione e dai processi correnti partendo dall'analisi delle componenti di C.E.* ed a tal proposito ne legge i contenuti in termini "retrospettivi" per poter rettificare dai ricavi e costi totali, quella parte che non ha determinato né uscite né entrate finanziarie (esempi: per i ricavi le rivalutazioni, per i costi gli ammortamenti o gli accantonamenti, nello S.P. gli utili portati a nuovo o il TFR ecc.).

Tra le variazioni nel complesso, infatti, potrebbero essercene prive di contenuto finanziario che comportano *una rettifica* perché esprimono fenomeni o movimentazioni meramente contabili che non hanno dato luogo ad alcun movimento di risorse finanziarie e pertanto vanno stornate dal rendiconto che esprime flussi di tipo "finanziario".

5.2.1.1. Le Rettifiche

I dati del C.E. (solitamente) hanno tutti impatto sul CCN quindi le rettifiche hanno ad oggetto un valore del C.E. e un valore dello S.P. in modo da annullare gli effetti non finanziari e cercare le sole variazioni della cassa.

La situazione economica e quella finanziaria, infatti, possono essere estremamente diverse tra loro (es. utile molto alto a fronte di una cassa molto bassa e viceversa) e differenti sono i concetti di equilibrio economico e finanziario dove se si è in costante equilibrio economico prima o poi arriverà quello finanziario.

Ai fini del calcolo nel foglio di lavoro, potrebbe essere necessario *procedere alla rettifica di queste variazioni* per eliminarne la componente economica: le immobilizzazioni materiali ed immateriali andranno considerate al netto degli ammortamenti rilevati in conto economico, quelle finanziarie al netto delle eventuali svalutazioni e così via.

Di solito si rettificano valori di C.E. bilanciati da rettifiche in S.P. per compensarne o annullarne gli effetti ed è inserita un'apposita colonna per le rettifiche funzionante in questo modo: il dare e l' avere devono essere bilancianti, nel senso che con lo stesso meccanismo della partita doppia, la rettifica operata ad una voce (es. rettifica collocata in "fonti") deve trovare una rettifica opposta di pari importo ad un'altra voce (es. rettifica controbilanciante in "impieghi").

Esistono diverse tipologie di rettifica:

- A. *Rettifiche del Patrimonio Netto* che comprendono la rettifica dell'utile, la rettifica delle riserve e la ricostruzione degli utili;
- B. *Rettifiche dei costi calcolati* (ammortamenti; accantonamenti ecc.);
- C. *Rettifica componenti straordinari* (in caso di cessione immobilizzazioni);
- D. *Rettifica dei costi capitalizzati*
- E. *Ricostruzione delle uscite collegate a passività presunte*
- F. *Allineamento scorte*
- G. *Evidenziazione debiti finanziari* (in Impieghi e in Fonti)
- H. *Eliminazione Svalutazioni* (su crediti, partecipazioni ecc.)

L'obiettivo è evidenziare l'effettivo flusso di risorse finanziarie entrate e/o uscite dalla movimentazione del P.N.

5.2.1.1.A. RETTIFICHE DEL PATRIMONIO NETTO

Queste rettifiche hanno l'obiettivo di evidenziare l'effettivo flusso di risorse finanziarie entrate e/o uscite a causa delle movimentazioni del P.N. riferite a due tipi di flussi:

- **In Entrata**: per aumenti di capitale che movimentano il capitale e le riserve sovrapprezzo azioni, che sono una tipica riserva di capitale in casi di emissioni sopra pari;
- **In Uscita**: per destinazione di utile e pagamenti di dividendi.

In prima analisi, gli utili possono essere effettive fonti finanziarie se i ricavi producono flussi monetari in entrata e i costi esborsi monetari in uscita; ma siccome non si sa quanta parte dell'utile si tradurrà effettivamente in un cash flow, ne vanno neutralizzati gli effetti come se si andasse a ritroso e si facesse una scrittura "inversa" a quelle fatte per le fonti (*N.B.: l'utile si scrive tra gli impieghi perché è il valore che fa pareggiare i costi con i ricavi*)

1. **Rettifica dell'UTILE**: partendo dalle voci registrate nella colonna delle variazioni grezze si fa la rettifica dell'utile in C.E. per poi controbilanciarla nello S.P. facendo in questo modo (l'utile va messo sempre in impieghi tra le Δ Grezzé e la perdita tra le fonti):
 - a) *Rettifica di segno opposto e di pari importo rispetto all'importo iscritto tra le Δ Grezzé \rightarrow 2.000 in FONTI (1)*
 - b) *Controbilanciare la rettifica iscrivendo lo stesso importo nella sezione Impieghi in S.P. in corrispondenza della voce a cui si riferisce (Utile, in quanto si sta rettificando l'utile) \rightarrow 2.000 in IMPIEGHI (1)*
 - c) La differenza tra impieghi e fonti (2.000-1.100) rappresenta l'utile dell'anno 2001 di 900, che non necessariamente rappresenta un effettivo flusso finanziario perché occorre verificare come e se è avvenuta l'erogazione dei dividendi.
2. **Rettifiche delle RISERVE**: la riserva legale incrementa determinando una Δ Grezza di 300 che non rappresenta un effettivo flusso finanziario (1.500-1.200), l'utile di 900 risulta essere destinato per 300 a riserva e per 600 a dividendo. Occorre rettificare in questo modo:
 - a) *Rettifica di segno opposto rispetto alla colonna " Δ Grezzé" \rightarrow 300 in IMPIEGHI (2)*
 - b) *Controbilanciare iscrivendo lo stesso importo nella sezione opposta (Fonti) in corrispondenza dell'oggetto a cui la rettifica fa riferimento (Utile) \rightarrow 300 in FONTI (2)*

Si ricorda che possono essere distribuiti dividendi anche se l'esercizio si chiude con una perdita d'esercizio e questi verranno finanziati tramite svuotamento delle rettifiche accumulate in precedenza.

Nella tabella viene mostrato l'esempio di possibili rettifiche e la ricostruzione dei flussi di P.N.:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|----------------------|--------|--------|-----------------------|----------|--------|------------|-------|----------|--------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Capitale Sociale | 20.000 | 30.000 | 10.000 | | 10.000 | | | | 10.000 |
| Riserva Sovrapprezzo | 12.000 | 15.000 | 3.000 | | 3.000 | | | | 3.000 |
| Riserva Legale | 1.200 | 1.500 | 300 | | 300 | 300 | | | - |
| Utile | 900 | 2.000 | 1.100 | | 1.100 | 2.000 | 300 | 600 | |
| Utile (C.E.) | | 2.000 | 2.000 | 2.000 | | | 2.000 | | |

l'utile ha un effetto meramente contabile, viene collocato nella sezione (impieghi) in modo da pareggiare costi e ricavi

N.B.: la colonna delle Variazioni Grezze mostra cosa si è "apparentemente" verificato ma va rettificata e la colonna Flussi è la somma algebrica di ΔGrezze e Rettifiche.

Per arrivare ai flussi-impieghi e ai flussi-fonti si fa "impieghi meno fonti", ossia

$$(\Delta\text{Grezze impieghi} + \text{rettifiche impieghi}) - (\Delta\text{Grezze fonti} + \text{rettifiche fonti})$$

Nei totali della colonna rettifiche e della colonna flussi, fonti e impieghi devono sempre pareggiare!!!

[Esempio: ricostruzione utili nel caso INDESIT, vedi tabella sotto:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|------------------------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|-------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Utili | 50,7 | 76,4 | 25,7 | | 25,7 | 76,4 | 50,7 | | |
| Altre riserve | 156,9 | 209,2 | 52,3 | | 52,3 | 50,7 | 0,3 | | |
| | | | | | | 1,3 | | | |
| Riserva Legale | 15,3 | 19,9 | 4,6 | | 4,6 | 4,6 | | | |
| Riserve utili indivisi | 102,5 | 60,5 | -42 | 42 | | | 4,9 | 37,1 | |
| Riserva conversione da cambi | 55,7 | 55 | -0,7 | -0,7 | | | | | |
| Altre variazioni di P.N. | | | | | | 1,4 | | | 1,4 |
| Utile (C.E.) | | | 76,4 | 76,4 | | | 76,4 | | |

Occorre rettificare l'utile del C.E. perché altrimenti lo si considererebbe due volte:

- **Rettifica 1:** lo si iscrive nella colonna Rettifiche-Fonti con segno opposto alla colonna in cui è registrato come variazione grezza (Impieghi); si controbilancia la rettifica tramite iscrizione di una variazione opposta di pari importo (nella colonna Rettifiche-Impieghi) in corrispondenza della voce di riferimento (Utile).

La ΔGrezza-Fonti (52,3) è una voce che va rettificata perché non rappresenta l'effettivo flusso finanziario e si scompone in: 50,7 come destinazione del risultato, 0,3 come giroconto contabile di utili indivisi e 1,3 come altre riserve generiche:

- **Rettifica 2:** L'utile del 2001 (50,7) non è interamente distribuito a dividendo, quindi occorre rettificarlo in fonti e controbilanciarlo attraverso una variazione di pari importo e segno opposto (tra gli Impieghi) in corrispondenza della voce di riferimento (altre riserve, perché gli utili non distribuiti vengono mandati a riserva di varia natura a seconda dei casi); in aggiunta si rettificano in Impieghi (segno opposto rispetto al 52,3 in ΔGrezza-Fonti) anche gli importi relativi agli utili indivisi e alle riserve.

Occorre fare una rettifica sulle riserve di utili indivisi che sono diminuite (42 in Impieghi) per un flusso effettivo di dividendi distribuiti (-37,1) e per flussi non effettivi di -4,9 (incremento della riserva legale per -4,6 e delle altre riserve per -0,3). Questi ultimi vanno rettificati non essendo flussi finanziari:

- **Rettifica 3:** Le riserve di utili indivisi sono registrate come ΔGrezza-Impieghi e vengono rettificate mettendole in Fonti per un importo pari ai flussi non effettivi e si controbilancia questa rettifica-Fonti attraverso l'iscrizione di due

rettifiche-Impieghi in corrispondenza dell'oggetto a cui si riferiscono: una per 0,3 in altre riserve e una per 4,6 in riserva legale affinché la rettifica-Impieghi pareggi l'importo della rettifica-Fonti.

Occorre rettificare la variazione grezza (in Impieghi) della riserva conversione cambi (effetti dei tassi di cambio per la conversione di attività e passività da una moneta all'altra) che non genera flusso per 2,7:

• Rettifica 4: la Δ Grezza-Impieghi (2,7) viene rettificata tramite iscrizione nella colonna rettifiche con segno opposto (tra le Fonti) ed è controbilanciata da due movimentazioni opposte (tra gli Impieghi): 1,3 come altre riserve e 1,4 come altre variazioni del P.N. che rappresentano tutte le voci di cui non si riesce ad identificare la natura specifica. Quando si hanno rettifiche riferite all'utile o a utili indivisi e componenti di P.N. e non si sa a cosa ricondurle, vanno riferite in corrispondenza alla voce "altre variazioni del patrimonio netto".

N.B.: si ricorda di rettificare sempre utile, riserve di utili e dividendi distribuiti.

5.2.1.1.B. RETTIFICHE DEI COSTI CALCOLATI

I costi calcolati non costituiscono un effettivo flusso finanziario in uscita (ricorda: impieghi = costi e fonti=ricavi).

L'ammortamento è l'esempio più classico e il suo effetto consente di ricostruire ed analizzare il flusso effettivo di Impieghi e Fonti netti del cespite (es. Impianti), vediamo vari casi:

1. Rettifica Immobilizzazioni: AMMORTAMENTI:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | Δ Grezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|-----------------------|--------|--------|--------------------|-----------------|-------|------------|-------|----------|-------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Impianti | 10.000 | 12.000 | 2.000 | 2.000 | | 1 | 1.000 | | 3.000 |
| Ammortamento Impianti | | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | 1.000 | 1 | |

Il valore dell'ammortamento non genera flussi finanziari, è un costo e quindi registrato come Δ Grezze-Impieghi e va rettificato dal lato Fonti; controbilanciamo la rettifica tramite iscrizione di pari importo nella sezione opposta e in corrispondenza del cespite a cui l'ammortamento è riferito.

Il flusso sarà la somma algebrica delle colonne di variazioni grezze e rettifiche.

Ricostruiamo il valore del FFR (es. Impianti): da un valore iniziale (10.000), si ha il valore ipotetico al netto dell'ammortamento (9.000) \rightarrow **+3.000 in Flussi-Impieghi** \rightarrow il valore finale 2002 (12.000). Sembra che ci sia un impiego di risorse pari a 2000, ma siccome ci sono stati degli ammortamenti (costi) di 1000 e gli impieghi risultano in totale pari a 3000 (le informazioni sugli ammortamenti nella nota integrativa servono per rettificare i conti).

2. **Rettifica Immobilizzazioni: Elusione flussi compensativi:** la nota integrativa permette di analizzare i flussi attinenti alle immobilizzazioni (materiali, immateriali e finanziarie), ad esempio potrebbe evidenziare che nel periodo le immobilizzazioni hanno avuto una riduzione di 4.000 dovuta a dismissione (ceduti, alienati, dismessi).

Se si vendono impianti per 4.000 va costruita una nuova voce "impianti fonti" dove rettifico le fonti per quel valore: da un valore iniziale (10.000), si ha il valore ipotetico al netto dell'ammortamento (9.000) e a questo si sottrae il recupero connesso alla vendita (4.000) \rightarrow **+3.000 in Flussi-Impieghi** \rightarrow il valore finale 2002 (8.000); analizziamone gli effetti: oltre all'ammortamento ci possono essere state variazioni che è possibile verificare in Nota Integrativa.

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | Δ Grezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|------------------------------|--------|--------|--------------------|-----------------|-------|------------|-------|----------|-------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Impianti | 10.000 | 12.000 | 2.000 | 2.000 | | 1 | 1.000 | | |
| Impianti fonti (dismissione) | | | | | | 2 | 4.000 | | 7.000 |
| Ammortamento Impianti | | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | 1.000 | 1 | 4.000 |

Si ripresenta la rettifica dell'ammortamento, ma rispetto al caso precedente si aggiunge anche la rettifica relativa alla dismissione: gli impianti sono registrati in Impieghi quindi si costituisce rettifica nella colonna Fonti per gli impianti dismessi e lo stesso valore viene controbilanciato nella colonna Impieghi in corrispondenza della voce di riferimento (impianti).

Ricostruiamo il valore del FFR (es. Impianti): da un valore iniziale (10.000), si ha il valore ipotetico al netto dell'ammortamento (9.000) e a questo si sottrae il recupero connesso alla vendita (4.000) → **+7.000 in Flussi-Impieghi** → il valore finale 2002 (12.000) con un flusso opposto in fonti per (4.000) per un valore netto di 8.000.

Gli impianti hanno subito una Δ Grezza di 2.000 e possiamo mettere in evidenza tali flussi compensativi aggiungendo la voce rettifica-Fonti per gli impianti quando si ha perdita di valore/dismissione per 4.000; se si iscrive una rettifica-Fonti di 4.000 allora si deve fare una o più rettifiche di pari valore ma di segno opposto come rettifica-Impieghi per 4.000.

Qualora venga effettuato un acquisto degli impianti accade l'esatto opposto:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | Δ Grezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|------------------------------|--------|-------|--------------------|-----------------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Impianti | 10.000 | 8.000 | - 2.000 | | 2.000 | 1 | 1.000 | 3.000 | 2 | 4.000 |
| Impianti Impieghi (acquisto) | | | | | | 2 | 3.000 | | | 3.000 |
| Ammortamento Impianti | | 1.000 | | 1.000 | | | | 1.000 | 1 | |

Il flusso netto della variazione degli impianti non è $8.000 - 10.000 = - 2.000$ in Fonti, ma viene determinato come $8.000 - (10.000 - 1.000)$ per una diminuzione complessiva di 1.000 evidenziando i flussi compensativi che si verificano in N.I.: 4.000 in Fonti come recupero del costo di vendita e 3.000 in Impieghi per l'acquisto di nuovi impianti.

5.2.1.1.C. RETTIFICHE DI COMPONENTI STRAORDINARIE

Occorre ricostruire un flusso unitario rettificando in C.E. la componente straordinaria riconducendola al cespite di S.P. che l'ha generata. (la tabella di partenza è identica al caso 1)

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | Δ Grezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|-----------------------|--------|--------|--------------------|-----------------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Impianti | 10.000 | 12.000 | 2.000 | 2.000 | | 1 | 1.000 | | | 3.000 |
| Ammortamento Impianti | | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | | 1.000 | 1 | |

L'effettivo flusso finanziario non è pari alla variazione grezza-Impieghi per 2.000 perché l'effetto dell'ammortamento è pari a 1.000: si passa da 1.000 a 9.000 (effetto ammortamento) e poi da 9.000 a 12.000 (acquisto altri impianti) per un Flusso Impieghi finale di 3.000 in Fonti.

Nel caso di cessione di immobilizzazioni (di qualsiasi natura) dobbiamo considerare che nella parte extracorrente le immobilizzazioni partecipano come flusso-fonte derivante dal recupero del costo e che l'effettivo flusso di risorse finanziarie derivante dalla vendita delle immobilizzazioni è frutto della somma algebrica del recupero del costo e della plus/minusvalenza (recupero del costo +/- plus-minusvalenza), perciò occorre una rettifica che riconduca le componenti straordinarie alle voci e ai cespiti a cui si riferiscono (*ragionare in termini di netto ricavo*).

Se si vende un'immobilizzazione a un valore maggiore del costo (prezzo > valore netto contabile) si ha una plusvalenza e la scrittura sarebbe: Clienti (in dare) per 5.500 a Diversi (in avere) che sono rappresentati da Impianti per 4.000 e Plusvalenze per 1.500 in C.E..

I flussi generati si possono spaccare a metà: un flusso Fonte (in S.P.) per il recupero di un costo pari a 4.000 e un flusso Fonte (in C.E.) per la plusvalenza sul costo pari a 1.500.

Conclusione: le dismissioni di attività generano un flusso di risorse generalmente diverso dal costo: si possono generare plusvalenze (prezzo vendita > valore netto contabile) o minusvalenze (prezzo vendita < valore netto contabile) che fanno nascere flussi finanziari non attinenti alla gestione corrente del C.E. ma alla gestione di natura patrimoniale; non generano flussi monetari perciò vanno rettificare.

Occorre quindi ricordare la componente straordinaria di C.E. che va rettificata come Impianti dal lato delle fonti e ricondurre tali flussi dal C.E. alla componente di Stato Patrimoniale che li ha generati attraverso un'opportuna rettifica.

• Caso di **PLUSVALENZA:**

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|--------------------------|--------|--------|-----------------------|----------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Impianti | 10.000 | 12.000 | 2.000 | 2.000 | | 1 | 1.000 | | | |
| | | | | | | 2 | 4.000 | | | 7.000 |
| Impianti Fonti | | | | | | | | 4.000 | 2 | |
| | | | | | | | | 1.500 | 3 | 5.500 |
| Ammortamento Impianti | | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | | 1.000 | 1 | - |
| Plusvalenza | | 1.500 | 1.500 | | 1.500 | 3 | 1.500 | | | - |

• Caso di **MINUSVALENZA:**

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|--------------------------|--------|--------|-----------------------|----------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Impianti | 10.000 | 12.000 | 2.000 | 2.000 | | 1 | 1.000 | | | |
| | | | | | | 2 | 4.000 | | | 7.000 |
| Impianti Fonti | | | | | | 3 | 1.500 | 4.000 | 2 | |
| | | | | | | | | | | 2.500 |
| Ammortamento Impianti | | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | | 1.000 | 1 | - |
| Minusvalenza | | 1.500 | 1.500 | 1.500 | | | | 1.500 | 3 | - |

La nota integrativa permette di analizzare i flussi attinenti alle immobilizzazioni, in particolare potrebbe evidenziare il valore di recupero del costo degli impianti oltre che l'eventuale minus/plusvalenza.

Se abbiamo evidenziato tale "flusso fonti" (di recupero del costo) si apre una voce "rettifica impianti fonti" (se il valore degli impianti aumenta) e "rettifica impianti impieghi" (se il valore degli impianti diminuisce da un anno all'altro).

5.2.1.1.D. RETTIFICHE DEI COSTI CAPITALIZZATI

Costo capitalizzato: ogni anno l'azienda sostiene costi per la costruzione di immobilizzazioni che devono essere capitalizzati (patrimonializzati), vanno a costituire costi cristallizzati in S.P. e non rispettano il principio della competenza perché a fronte di essi non si riscuotono ricavi nell'anno.

La nota integrativa permette di analizzare tutti i flussi attinenti alle immobilizzazioni che hanno subito modifiche per effetto di costruzioni in economia; tali attività comportano durante l'anno delle riclassificazioni dal conto "immobilizzazioni in corso" al conto del cespite di riferimento e capitalizzazioni dal conto economico (scrittura contabile: *immobilizzazioni in corso a incrementi di immobilizzazioni per lavori interni*).

Questi costi restano nel C.E. ma poiché vengono capitalizzati e inseriti anche in S.P. ne vanno annullati gli effetti in C.E.; non esistendo flussi finanziari viene fatta una rettifica e solo una volta ultimata l'immobilizzazione si farà una scrittura *impianti a immobilizzazioni in corso*.

- Caso di rettifica semplice dei costi capitalizzati:

Si ipotizzi un valore iniziale 1.121, finale 703 e costi capitalizzati per 57,70:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|---------------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|--------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Impianti | 1.121 | 703 | -395 | | 415 | | 57,70 | | 475,70 |
| Costi capitalizzati | | 57,70 | 57,70 | | 57,70 | 57,70 | | - | |

- Caso di effetto dei costi capitalizzati e della movimentazione delle immobilizzazioni in corso:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|---------------------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|--------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Impianti | 1.058 | 662 | -395 | | 395 | | 80,10 | 2 | 476,10 |
| Immobilizzazioni in corso | 63,90 | 41,50 | -22,40 | | 22,40 | 2 | 80,10 | 1 | |
| Costi capitalizzati | | 57,70 | 57,70 | | 57,70 | 1 | 57,70 | | |

Ricostruiamo il valore del cespite: essendo un costo si trova in Impieghi, partendo da un valore iniziale (1.058), si passa attraverso una riclassificazione delle immobilizzazioni in corso (80,10) per ottenere il valore al lordo delle riclassifiche (1.138,10) → +476 in Flussi-Fonti → il valore finale del cespite (662).

E' una rettifica mista che comprende costi/ricavi calcolati e movimentazioni compensative.

Si ha poi un valore iniziale delle immobilizzazioni in corso (63,90) a cui si aggiunge un aumento per capitalizzazioni (57,70) per ottenere il valore al lordo delle capitalizzazioni (121,60) → +80,1 in Flussi-Fonti che rappresenta una diminuzione per riclassifiche → il valore finale del cespite (41,5). Tutte le ultime movimentazioni derivano da giroconti contabili, **non vi è alcun flusso finanziario**.

5.2.1.1.E. RICOSTRUZIONE DELLE USCITE LEGATE A PASSIVITA' PRESUNTE

- Caso semplice:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|----------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|-------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Fondi rischi | 68,80 | 78,60 | 9,20 | | 9,20 | 27,50 | | | 17,70 |
| Accantonamenti | | 27,50 | 27,50 | 27,50 | | | 27,50 | - | |

Il valore iniziale delle immobilizzazioni (68,80) in Fonti subisce un aumento per accantonamenti (27,50) e si determina il valore al lordo degli accantonamenti (96,3) → +17,70 in Flussi-Impieghi → il valore finale (78,60).

- Caso di passività presunte con rilascio del fondo ed analisi degli effetti:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|----------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Fondi rischi | 68,80 | 78,60 | 9,20 | | 9,80 | 1 | 37,50 | 3,30 | 2 | 14,40 |
| Rilascio fondi | | 3,30 | 3,30 | | 3,30 | 2 | | | | |
| Accantonamenti | | 27,50 | 27,50 | 27,50 | | | | 27,50 | 1 | - |

Il valore iniziale delle immobilizzazioni in corso (68,80) in Fonti subisce un aumento per accantonamenti (27,50) e si determina il valore al lordo degli accantonamenti (96,3); in questo caso va stornato il rilascio del fondo (3,30) → +14,40 in Flussi-Impieghi → il valore finale (78,60).

5.2.1.1.F. ALLINEAMENTO SCORTE

Si applica una tale rettifica quando il valore delle rimanenze in C.E. differisce dal valore iscritto in S.P. in colonna "variazione" (nell'esempio $1,5 \neq 3,3$) e quindi è necessaria una rettifica di segno tale da "allineare" appunto il valore di C.E. con quello di S.P.. Vediamone un esempio:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|-----------------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Scorte prodotti | 68,80 | 70,30 | 1,50 | 1,50 | | 1 | 1,80 | | | 3,30 |
| ΔRimanenze prodotti | | 3,30 | 3,30 | | 3,30 | | | | | |
| Consumi di materie | | 27,50 | 27,50 | 27,50 | | | | | | 27,50 |
| Altri costi operativi | | 1,500 | 1,500 | 1,500 | | | | 1,50 | 1 | 1.498,20 |

Dovrebbe esserci identità tra Δ rimanenze prodotti e scorte prodotti, ma può capitare che questa identità non ci sia perché si fa una rivalutazione/svalutazione delle rimanenze.

Per questo, se accade che Δ rimanenze prodotti (in C.E.) è diverso da scorte prodotti (in S.P.) bisogna far fede a "Δ rimanenze" e fare una rettifica tale da allineare il valore in S.P. a quello che c'è in C.E. (allineamento del valore in altri costi operativi).

5.2.1.1.G. Evidenziazione Debiti Finanziari

Si presentano due esempi di rettifica ai debiti finanziari, il primo nel caso in cui questi aumentino da un anno all'altro e il secondo se diminuiscono.

- Debiti finanziari (rettifica in Impieghi):

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | | |
|---------------------------------|-------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|----------|--------|---|----------|
| | | | | Impieghi | Fonti | n | Impieghi | Fonti | n | Impieghi |
| Debiti finanziari | 1.000 | 1.400 | 400 | | 400 | | | 200 | 1 | 600 |
| Debiti finanziari (impieghi) | | | | | | 1 | 200 | | | 200 |

- Debiti finanziari (rettifica in Fonti):

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|------------------------------|-------|------|-----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|-------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Debiti finanziari | 1.000 | 700 | -300 | 300 | | 1 | 400 | | 700 |
| Debiti finanziari (Fonti) | | | | | | | 400 | 1 | 400 |

5.2.1.1.H. Eliminazione SVALUTAZIONI

La rettifica della svalutazioni ha l'effetto di eliminare le stesse dal C.E. registrandole nella sezione opposta alla quale sono registrate, e poi si controbilancia con una rettifica di pari importo e segno opposto in corrispondenza delle voci alle quali le svalutazioni stesse si riferiscono:

| VOCI | 2001 | 2002 | Variazione (annua) | ΔGrezze | | Rettifiche | | Flussi | |
|--------------------------------|--------|-------|-----------------------|----------|-------|------------|-------|----------|-------|
| | | | | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti | Impieghi | Fonti |
| Crediti correnti | 1.000 | 700 | -300 | | 300 | 2 | 300 | | - |
| Partecipazioni | 10.000 | 9.000 | -1.000 | | 1.000 | 1 | 1.000 | | - |
| Svalutazione Crediti | | 300 | 300 | 300 | | | 300 | 1 | - |
| Svalutazione Partecipazioni | | 1.000 | 1.000 | 1.000 | | | 1.000 | 1 | - |

5.2.2. Il prospetto di Rendiconto Finanziario

Dopo aver effettuato tutte le rettifiche necessarie per costruire i flussi finanziari, il confronto tra il totale delle fonti e il totale degli impieghi di tutte le aree gestionali, ci permette di individuare il flusso complessivo di CCN.

PROSPETTO FONTI-IMPIEGHI DI CASH FLOW o RENDICONTO DEI FLUSSI COMPLESSIVI DI CCN

| N.B.: (considera elementi dell'attivo fisso, del passivo consolidato e del P.N.) | |
|---|---|
| IMPIEGHI | FONTI |
| Acquisizione/Aumenti di immobilizzazioni | Dismissione/Diminuzioni di immobilizzazioni |
| Acquisito di partecipazioni | Decremento di partecipazioni |
| Incrementi di attività finanziarie correnti, attività non correnti, per imposte anticipate | Decrementi di attività finanziarie correnti, attività non correnti, per imposte anticipate |
| Rimborso di debiti di finanziamento (banca, factoring, leasing e altri) | Aumenti di debiti di finanziamento (bancari, factoring, leasing ed altri) |
| Rimborso di obbligazioni | |
| Decremento fondi rischi ed oneri e TFR | Incremento fondi rischi ed oneri, TFR e svalutazione crediti |
| Decremento e rimborsi di capitale sociale, riserve, capitale e riserve di terzi | Conferimenti o aumenti di capitale e riserve |
| Perdita d'esercizio | Utile d'esercizio |
| Dividendi | |
| (la somma algebrica di tutto ciò che è iscritto in Impieghi, se iscritto in Fonti va nella sezione opposta) | (la somma algebrica di tutto ciò che è iscritto in Fonti, se iscritto in Impieghi va nella sezione opposta) |
| Totale Impieghi | Totale Fonti |
| Fonti - Impieghi = Flusso totale di CCN | |
| Totale a pareggio | Totale a pareggio |

Osservazioni: il rendiconto dei flussi complessivi di CCN (Rendiconto Finanziario) espone e classifica tra gli impieghi e le fonti le risorse finanziarie assorbite o generate dalla gestione corrente (autofinanziamento) ed extra-corrente o patrimoniale, con lo scopo di mettere in evidenza se il

fabbisogno finanziario generato dagli impieghi della gestione extra-corrente è interamente coperto dalle relative fonti oppure no.

Se gli impieghi sono superiori alle fonti si genera un fabbisogno finanziario residuo per il quale dovrà essere trovata idonea forma di copertura: il flusso di CCN o Autofinanziamento tramite riduzione del CCN, cioè dovrà essere coperto dalla gestione corrente.

[Ricordiamo: CCN = Attivo Corrente - Passivo Corrente dove l'attivo corrente è composto da: liquidità, scorte e crediti correnti e il passivo corrente dai debiti correnti.]

Questo fabbisogno finanziario residuo, appunto, lo si può coprire tramite:

- riduzione della cassa (situazione che genera meno effetti collaterali sul funzionamento dell'impresa);
- riducendo le scorte di FFS e prodotti o le giacenze medie delle scorte o aumentando la rotazione;
- riducendo i crediti correnti, al fine di un preventivo recupero o riducendo la durata media dei crediti al fine di liberare risorse (questa rappresenta la soluzione più preoccupante per il funzionamento dell'impresa perché riducendo la durata media dei crediti si va incontro ad una riduzione delle vendite in futuro);
- aumentare le fonti derivanti dalla gestione corrente attraverso l'aumento dei debiti correnti, cioè non pagando i fornitori o i lavoratori.

5.3. Il prospetto di Cash Flow (Flusso di Cassa)

Attraverso il prospetto del Cash Flow si prende in considerazione una grandezza ancora più ristretta rispetto al capitale circolante netto: la liquidità.

A tal proposito si effettua l'analisi dei flussi monetari e dei flussi di cassa, che tende ad evidenziare gli effetti delle operazioni aziendali sulla liquidità, esprimendo tutte le operazioni in termini di incassi e pagamenti, secondo un'osservazione non basata sul principio di competenza, ma secondo il principio di cassa.

L'analisi del Cash Flow indaga la capacità dell'impresa di ritrasformare i propri investimenti in forma liquida, infatti, indica la movimentazione della cassa in un anno ed è la parte liquida dell'autofinanziamento, che si determina decurtando le componenti illiquide da quest'ultimo.

$$\frac{\text{Autofinanziamento} - \text{Incremento scorte} - \text{Incremento crediti (correnti)} + \text{Incremento debiti (correnti)} + \text{Decremento scorte} + \text{Decremento crediti (correnti)} - \text{Decremento debiti (correnti)}}{\text{CASH FLOW CORRENTE}}$$

Si può individuare una classificazione:

- "Cash Flow operativo": calcolato come differenza tra entrate e uscite monetarie del ciclo tipico dell'impresa (i dati di C.E. vanno rettificati in relazione alle variazioni di debiti e crediti operativi presenti nello S.P. all'inizio e alla fine del periodo considerato);
- "Cash Flow extraoperativo": vi confluiscano entrate e uscite monetarie originate da operazioni dell'esercizio relative alla gestione straordinaria, finanziaria, tributaria.

A questi si aggiungono le risorse monetarie relative agli investimenti e disinvestimenti di elementi dell'attivo fisso ed ai finanziamenti ricevuti o rimborsati per ottenere il "Cash Flow complessivo", che può essere a sua volta diviso in reddituale e patrimoniale.

5.3.1. Il Cash Flow Reddituale

Il Cash Flow Reddituale può essere calcolato con metodo diretto o indiretto

1. Metodo Diretto: parte dal confronto tra le entrate e le uscite della gestione caratteristica che conduce al calcolo del cash flow operativo; si aggiungono i flussi relativi alla gestione

finanziaria e fiscale per calcolare il cash flow corrente e sommando ancora i flussi derivanti dalla gestione straordinaria si ottiene il cash flow reddituale

2. **Metodo Indiretto:** si parte dal flusso interno di CCN (autofinanziamento) e si apportano tutte le rettifiche delle componenti che generano o assorbono liquidità: per i crediti si aggiunge la variazione decrementativa e si sottrae quella incrementativa; per i debiti si aggiunge la variazione incrementativa e si sottrae quella decrementativa. Rispetto al metodo diretto vengono considerate anche le scorte, limitatamente alle variazioni generate dalle componenti reddituali desumibili dal conto economico.

5.3.1.1. Prospetto

Nella figura vengono mostrati i due metodi per il calcolo del cash flow contrapposti l'un l'altro fino alla determinazione del livello operativo, corrente e infine reddituale:

| PROSPETTO DI CASH FLOW REDDITUALE | | |
|--|---|---|
| | METODO DIRETTO | METODO INDIRETTO |
| | <i>Entrata gestione caratteristica (operativa):</i> | <i>(componenti positivi e nullo con segno - componenti positivi con segno +)</i> |
| Totale ricavi | Ricavi Nati - Altri Ricavi (non va la variazione delle rimanenze) | Utile d'esercizio - Ammortamenti - Accantonamenti e svalutazioni - Oneri straordinari (es. impairment avviamento) - Rettifiche di attività - Rettifiche di passività - Stralciazioni attivo circolante - Costi capitalizzati per lavori interni - Proventi straordinari e plusvalenze - Rivalutazioni attivo circolante |
| Impieghi operativi | - Variazione dei crediti vs. clienti (commerciale) - Variazione altri crediti e attività correnti - Variazione accantonamenti | - Variazione dei crediti vs. clienti (commerciale) - Variazione altri crediti e attività correnti - Variazione accantonamenti |
| | A) Totale Entrata Gestione caratteristica | |
| | <i>Uscite gestione caratteristica (operativa):</i> | |
| Impieghi operativi | Costi acquisto materie prime - Costo servizi - Costo lavoro - Altri costi e oneri diversi di gestione (non va la variazione delle rimanenze) | - Variazione dei crediti vs. clienti (commerciale) - Variazione altri crediti e attività correnti - Variazione accantonamenti |
| Totale uscite | - Variazione debiti commerciali (vs. fornitori e altri) - Variazione debiti diversi e altre passività correnti | <i>(non attività finanziarie e hanno segno - se vanno in Fondo cassa con segno +)</i> - Variazione debiti commerciali - Variazione debiti finanziari, debiti diversi e altre passività - Variazione rimanenze (ha segno MENO se sta tra gli impieghi) |
| | B) Totale Uscite Gestione caratteristica | |
| | Gestione Finanziaria | Cash Flow Reddituale |
| Totale risorse Impieghi operativi per il lavoro e per il servizio del capitale investito in attività del settore | - Risultato della gestione accessoria = - proventi - oneri accessori - Proventi finanziari - Oneri finanziari - Variazione Debiti Finanziari (segno meno se diminuiscono) - Imposte | - Risultato della gestione straordinaria (se non rettificata) = - proventi - oneri <i>(fonti con segno - e impieghi con segno + se si trovano di lato rispetto a inversione la regola dei segni)</i> - Proventi finanziari - Oneri finanziari - Imposte - Variazione debiti finanziari (segno più se diminuiscono) |
| | - Risultato della gestione straordinaria (se non rettificata) = - proventi - oneri | |
| | Cash Flow Reddituale | |

Il Cash Flow va depurato dalle componenti illiquide (Debiti, Crediti e scorte) che hanno effetti opposti: Effetto negativo sul Cash Flow se Δ Crediti aumentano da un anno all'altro perché significa che ho incassato di meno; Effetto positivo sul Cash Flow se Δ Debiti aumentano perché significa non ho pagato qualcuno.

5.3.2. Il Cash Flow Patrimoniale

Cash Flow Patrimoniale: è ottenuto come somma algebrica dei flussi di cassa generati o assorbiti dalla gestione extra-reddituale che si riferiscono ad entrate e uscite monetarie attinenti ad operazioni quali l'acquisto e la dismissione di immobilizzazioni, assunzioni e rimborsi di finanziamenti a medio e lungo termine, aumenti e riduzioni di capitale.

5.3.2.1. Prospetto

Il cash flow patrimoniale viene calcolato all'interno di un modello di flusso complessivo:

| PROSPETTO DEL CASH FLOW COMPLESSIVO | |
|---|--|
| ENTRATE DI LIQUIDITA' | USCITE DI LIQUIDITA' |
| Dismissione di immobilizzazioni materiali | Acquisto di immobilizzazioni materiali |
| Dismissione di immobilizzazioni immateriali | Acquisto di immobilizzazioni immateriali |
| Decremento Partecipazioni | Acquisto di partecipazioni |
| Decremento attività finanziarie correnti e altre non correnti | Incremento attività finanziarie correnti e altre non correnti |
| Aumento di debiti e finanziamenti (banca, leasing e altri) | Rimborso di debiti e finanziamenti (banca, leasing e altri) |
| | Rimborso di obbligazioni |
| Incremento fondo svalutazione crediti, TFR, rischi ed oneri | Decremento fondo svalutazione crediti, TFR, rischi ed oneri |
| Conferimenti/Aumenti di capitale e delle riserve (emissione nuove azioni) | Decrementi del capitale sociale e delle riserve |
| Incrementi di capitale e riserve di terzi | Rimborsi di capitale e riserve di terzi |
| Utile d'esercizio | Perdita d'esercizio |
| <i>Somma degli elementi dell'attivo fisso, del passivo consolidato e del P.N. che sono tra le Fonti (se fossero Impieghi sarebbero nella sezione opposta)</i> | <i>Somma degli elementi dell'attivo fisso, del passivo consolidato e del P.N. che sono tra gli Impieghi (se fossero Fonti sarebbero nella sezione opposta)</i> |
| Totale Entrate di liquidità (a) | Totale Uscite di liquidità (b) |
| (d) CASH FLOW REDDITUALE (da prospetto di cash flow reddituale) | |

La particolarità sta nel fatto che, se sono stati svolti bene tutti i calcoli, il cash flow complessivo deve coincidere esattamente con la cassa, ossia con la variazione della cassa nell'anno (prima riga del foglio di lavoro).

6. IL BILANCIO CONSOLIDATO

L'impostazione del bilancio varia in relazione agli scopi conoscitivi che il suo destinatario ("user") persegue, e chi può avere interesse a conoscere le risultanze del **gruppo** sono: la proprietà (soggetto economico) e gli stakeholders.

Il riferimento è sempre al **gruppo** ed al **Bilancio Consolidato** e si è scelto di impostare il bilancio rispetto alle diverse esigenze dei due gruppi di interesse suddetti:

- Proprietà che assume l'equivalente di maggioranza,
- Stakeholders principali assumono la veste di minoranza,

facendo prevalere lo strumento finanziario costituito dalle azioni e, con il trascorrere del tempo e l'aumento delle dimensioni aziendali, ha prevalso il modello del consolidato affiancato o al posto del normale bilancio d'esercizio.

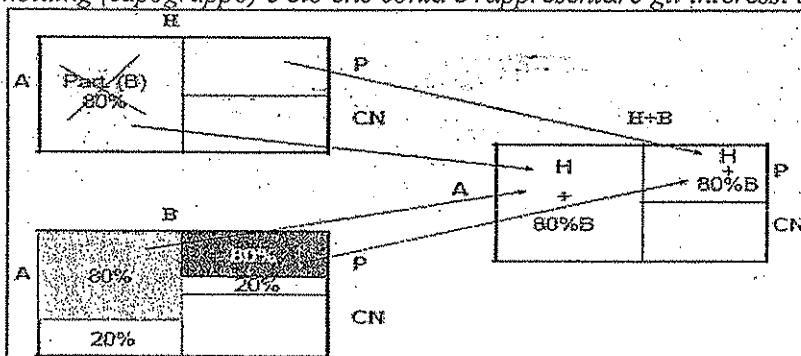
6.1. DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE

Redigere un **Bilancio Consolidato** significa "sommare i bilanci delle imprese facenti parte del gruppo, sostituendo il valore dello strumento azionario con la sostanza economica che rappresenta" e dove una **quota azionaria** è riconducibile alle attività e passività che essa stessa rappresenta.

Il consolidato è redatto dagli amministratori, non richiede approvazione dell'assemblea e la responsabilità dei dati trasmessi è in capo agli amministratori delle singole società.

Nella redazione vi sono alcune *peculiarità dello S.P.* (differenze da consolidamento per riserve, fondi o avviamento; capitale e riserve di terzi; operazioni su imposte differite; differenze da cambi) e *peculiarità del C.E.* (utile di terzi, valutazione delle partecipazioni con metodo del P.N., Operazioni su imposte differite e differenze da cambi).

Secondo la **Teoria della Proprietà** il bilancio consolidato è visto come *estensione del bilancio della holding (capogruppo) e ciò che conta è rappresentare gli interessi del capitale di maggioranza*:



ponendo una società H (holding) che ha una partecipazione dell'80% su un'altra società B (controllata), il consolidato sarà la somma dei bilanci in termini sostanziali e quindi comprenderà l'attivo di H + la quota di controllo in B (80%) e il passivo comprenderà il passivo di H a cui si somma l'80% del passivo di B.

Esistono diverse teorie alternative per rappresentare il patrimonio del gruppo che mirano a *rappresentare le risultanze dell'attività svolta con terze economie esterne operando un livellamento tra maggioranza e minoranza* e cercano modi per evidenziare ciò che compete a quest'ultima.

Elenchiamole tutte e vediamo le differenze:

a) **Teoria della Proprietà** (già vista):

- Interesse di terzi*: indicazione assente,
- Metodo*: proporzionale;

b) **Teoria dell'Entità economica ("Gruppo")**:

- Interesse di terzi*: Capitale Netto Gruppo = Maggioranza + Minoranza
- Metodo*: globale;

c) **Teoria della Capogruppo**:

- Interesse di terzi*: Minoranza "PESO", Capitale Netto = C.N. Gruppo + C.N. Minoranza, ibrido tra Debiti e Capitale Netto,
- Metodo*: globale;

d) **Teoria della Capogruppo modificata:**

- i. Interesse di terzi: Capitale Netto di terzi.
- ii. Metodo: globale.

6.1.1. Il concetto di controllo ai fini del Bilancio Consolidato

Ai fini del Consolidato viene richiamato il concetto di controllo per evidenziare l'obbligatorietà della sua redazione e per delineare il perimetro delle imprese soggette a consolidamento globale e per definire soprattutto **l'area di consolidamento** rappresentata dall'insieme delle società incluse nel consolidato e che richiede:

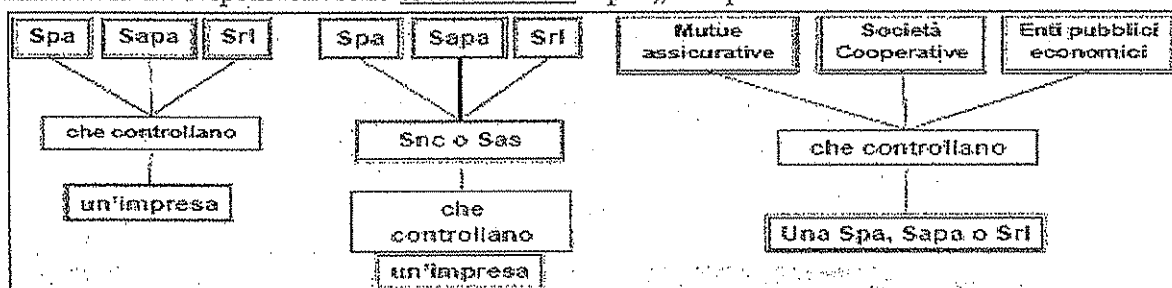
- Individuazione dei soggetti obbligati alla redazione del Bilancio Consolidato,
- Definizione delle imprese da consolidare,
- Definizione delle imprese da escludere dal consolidamento.

La **normativa di riferimento per individuare l'area di consolidamento** è triplice:

- Bilancio consolidato dei gruppi industriali (D. Lgs 127/91): controllo formale (partecipazioni o vincoli contrattuali).

Sono obbligate a redigere il consolidato soggetti che hanno la forma giuridica di S.p.A., S.A.p.A. e S.r.l. e controllano almeno un'impresa e soggetti classificabili come enti pubblici economici con oggetto esclusivo o principale un'attività commerciale, società cooperative e società di mutua assicurazione che controllano almeno una società di capitali.

E' imposta la redazione e presentazione di consolidato alle società di persone i cui soci illimitatamente responsabili sono esclusivamente S.p.A., S.A.p.A. e S.r.l.



Affinché ricorra obbligo di consolidato vi deve poi essere alternativamente: la disponibilità (diretta o indiretta) della maggioranza dei voti in assemblea ordinaria, influenza dominante derivante dalla disponibilità di voti tali da ottenere una maggioranza qualificata, influenza dominante esercitata in virtù di un contratto o una clausola statutaria (es. contratto di dominazione con cui una società rinuncia alla sua gestione in favore di un'altra), controllo autonomo della maggioranza dei diritti di voto per accordi con altri soci (patti e sindacati di voto, rinuncia al voto ecc...).

Per entrare nell'area di consolidamento si deve trattare di un'influenza duratura ed effettiva sulle affiliate, deve essere possibile la comparabilità del bilancio (consolidamento delle partecipazioni incluse nelle immobilizzazioni finanziarie e parziale incoerenza con le cause di esclusione facoltativa dalla redazione del consolidato).

Sono esonerati dalla redazione del Bilancio Consolidato le imprese controllanti la cui aggregazione di valori con le controllate non abbia superato per due esercizi consecutivi due dei tre limiti: totale attivo (17,5 mln), totale ricavi (35 mln), totale dipendenti occupati in media nell'anno (250); se i primi due limiti sono calcolati al lordo dei rapporti infragruppo vengono aumentati del 20% avvantaggiandole società con minore integrazione, mentre in presenza di azioni quotate si procede sempre alla redazione del consolidato.

L'esclusione dal consolidamento può essere: a) **obbligatoria** nel caso di attività eterogenea (non ammessa dai principi contabili internazionali);

Secondo il principio contabile internazionale, una controllata non è esclusa dal consolidamento poiché la sua attività è dissimile da quella delle altre imprese del gruppo.

Una migliore informazione è fornita consolidando tale controllata e fornendo informazioni aggiuntive nel bilancio consolidato sulle differenti attività delle controllate e le informazioni aggiuntive richieste dallo IAS 14 (Informativa di settore) aiutano a spiegare la rilevanza delle differenti attività all'interno del gruppo.

b) *facoltativa* riscontrabile in 4 casi (inclusione irrilevante, limitazione nell'esercizio dei diritti, ritardi/spese per ottenere informazioni, possesso con scopo esclusivo di alienazione).

L'inclusione irrilevante si basa sulla comparazione tra il costo dell'inserimento in consolidato e il beneficio informativo ottenibile e opta per la facoltà di esclusione nel caso di irrilevanza ai fini della rappresentazione veritiera e corretta di bilancio (irrilevanza in termini complessivi, qualitativi e quantitativi ad es. incidenza in misura inferiore all'1% del totale).

La restrizione nell'esercizio del controllo riguarda la facoltà di esclusione dal consolidamento in presenza di *gravi* (non si riesce a perseguire le finalità del controllo o vi sono ripercussioni negative sulle attività delle altre controllate), *durevoli ed effettive limitazioni al controllo* (esempi: situazioni politiche incerte, impedimenti alla distribuzione di utili e al rimborso di capitali, ingerenze nelle scelte di gestione ecc.).

La limitazione nell'ottenimento di informazioni prevede esclusione facoltativa se vi sono oggettivi ostacoli all'acquisizione delle informazioni necessarie all'integrazione dei bilanci per insufficiente tempestività (tempi utile ai fini dell'inserimento nel consolidato) o eccessiva onerosità (sproporzione dei costi da sostenere ingiustificata o esagerata).

La temporaneità del controllo consente di non consolidare se le azioni sono possedute esclusivamente allo scopo di una successiva alienazione entro 12 mesi dalla fine dell'esercizio, ma se ciò non accade l'impresa deve essere inclusa nel consolidamento; tale esclusione si giustifica con il fatto che la finalità della detenzione non è più di controllo e quindi tali partecipazioni non sono più definibili come strategiche.

- Bilancio consolidato dei gruppi bancari e finanziari (D. Lgs 87/92): *controllo formale ovvero direzione unitaria*,
- Bilancio consolidato gruppi industriali, bancari e finanziari (IAS 27): *controllo sostanziale (potere di determinare le scelte finanziarie e gestionali)*.

Lo IAS 27 definisce **gruppo** l'insieme della capogruppo e delle sue controllate, capogruppo è un'impresa che ha una o più società controllate e la controllata è un'entità controllata da un'altra entità indicata come controllante.

Il bilancio consolidato è il bilancio di un gruppo presentato come se fosse il bilancio di un'unica entità economica e deve includere tutte le controllate della controllante.

Nello stesso principio viene definito anche il concetto di controllo: il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'altra entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività; le politiche gestionali includono decisioni di indirizzo delle attività (vendite, marketing, produzione, risorse umane, acquisizioni e dismissioni) e le politiche finanziarie includono la gestione della tesoreria, la richiesta di finanziamenti, le politiche di distribuzione dei dividendi, le spese d'investimento, la redazione del bilancio e l'approvazione del budget.

La perdita del controllo si ha quando il controllo viene meno, ossia quando si perde il governo delle politiche finanziarie e gestionali di un soggetto ed i benefici ad esso legati.

Nello IAS 27 non vi è riferimento al possesso dei diritti di voto (controllo formale), il concetto di controllo richiama quello di direzione strategica ma *non consiste nell'effettivo governo di un'impresa*: la definizione fa riferimento alla mera possibilità di esercitare tale potere di governo, poiché si ritiene che anche il mancato esercizio di questo rappresenti una forma di governo dell'impresa acquisita.

La capacità di governare il processo decisionale non è sufficiente da sola per stabilire il controllo e deve esser accompagnata dalla finalità di ottenere benefici dalla gestione della società.

Esistono diverse fattispecie che fanno *presumere il controllo*: controllo di diritto, controllo di fatto, controllo potenziale.

2. IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO

meccanismi di consolidamento possono essere scritture contabili, foglio di lavoro e fogli a T elaborati secondo i seguenti passaggi logici:

1. **Definizione dell'area di consolidamento**, già vista
2. **Operazioni preliminari di omogeneizzazione dei bilanci**: verifica uniformità temporale, formale e sostanziale.

Il Bilancio Consolidato è fiscalmente *neutro* in termini di influenza della normativa fiscale, ma le rettifiche di consolidamento generano effetti perché quando si considera il gruppo unitariamente inteso, possono emergere imposte differite o anticipate su perdite o utili interni al gruppo stesso e che vanno definiti e rilevati.

[Esempio di *definizione di utile interno*: supponiamo che la società A consegua un utile interno di 40, portando il gruppo ad un risultato da 160 a 200 per effetto della valutazione maggiore delle rimanenze che provoca un'alterazione del magazzino; ai fini del bilancio consolidato il gruppo finisce con l'anticipare imposte su utile interno non ancora realizzato.]

3. **Selezione dei metodi di consolidamento**: globale, proporzionale o Patrimonio Netto vengono usati per partecipazioni diverse.

Secondo il *metodo globale* le partecipazioni vengono incluse nell'area di consolidamento (partecipazioni a controllo congiunto come joint venture e/o consorzi); il *metodo del Patrimonio Netto* (art. 2426) si applica alle partecipazioni di controllo non consolidate e a quelle di collegamento, si tratta di un metodo di consolidamento sintetico e le differenze positive derivanti dalla valutazione sono da iscriverne in conto economico per la parte attribuibile all'utile.

Secondo l'art. 2426 c. 4 "le immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate possono essere valutate col metodo del P.N., invece che al costo storico, per un importo pari alla corrispondente frazione del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato al netto di dividendi e rettifiche richieste dai principi di consolidamento e dai principi civilistici. Quando la partecipazione viene iscritta in base al P.N. il costo di acquisto superiore al valore di patrimonio netto corrispondente può essere iscritto nell'attivo dandone motivazione in nota integrativa e la differenza per la parte attribuibile a beni ammortizzati o avviamento, deve essere ammortizzata.

Nei successivi esercizi, le plusvalenze da valutazione al P.N. rispetto al valore dell'esercizio precedente sono iscritte a riserva non distribuibile".

Si parla di "immobilizzazioni finanziarie" e la norma sottintende imprese con le quali ci sia un legame economico e partecipano ai processi decisionali della partecipata tramite influenza dominante o notevole determinando una corresponsabilità nei risultati (utili) della partecipata perciò si ha la *necessità di agganciare il bilancio della partecipante alle risultanze della partecipata*.

[Se $COSTO > P.N.$ nell'anno n si valuta al costo, poi si possono verificare eccedenze o variazioni di Patrimonio Netto e nell'anno $n+1$ la valutazione della partecipazione è frutto del $COSTO + ECCEDEENZE +/- \Delta P.N.$

[Se $COSTO < P.N.$ ciò può derivare da tre casi: la partecipazione è acquistata in tempi remoti e nel frattempo vi è stata una patrimonializzazione derivante da utili, può esserci stato un buon affare sfruttando il potere contrattuale o partecipazioni con redditività futura bassa; nei primi due casi si procederà ad una rivalutazione della partecipazione mentre nel terzo caso si procederà a una svalutazione diretta o ad appostare un fondo rischi ed oneri futuri.]]

4. **Consolidamento delle partecipazioni**: Dirette (totalitarie e parziali) e Indirette;

Un caso è quello di *eliminazione delle partecipazioni (totalitarie)* quando una società A ha un partecipazione (es. del 100%) nella società B; ai fini del consolidamento nel bilancio A+B rettificata questa partecipazione secondo la seguente modalità:

Prospetto di consolidamento dei dati di bilancio delle società

| Elementi patrimoniali | Società A | Società B | Totale non rettificato | Riserve | | Sostanze patrimoniali di gruppo |
|---------------------------|-------------|------------|------------------------|------------|------------|---------------------------------|
| | | | | Dati | Avanzi | |
| Capitale | | | | | | 100 |
| Immobilitazioni materiali | 50 | 50 | 100 | | | 1100 |
| Immobilitazioni materiali | 900 | 200 | 1100 | | | 0 |
| Partecipazioni | 250 | | 250 | | 250 | 650 |
| Scorte | 400 | 250 | 650 | | | 500 |
| Crediti | 300 | 280 | 580 | | | 50 |
| Valori mobiliari | 35 | 15 | 50 | | | 20 |
| Depositi bancari e cassa | 15 | 5 | 20 | | | |
| Totale | 1950 | 600 | 2550 | | | 2500 |
| Finanziamento | | | | | | -550 |
| Fondi di accantonamento | 400 | 150 | 550 | | | 1500 |
| Debiti | 900 | 450 | 1350 | | | 500 |
| Cap. sociale «A» | 500 | | 500 | | | 0 |
| Cap. sociale «B» | | 200 | 200 | 200 | | 150 |
| Riserve «A» | 150 | | 150 | | | 0 |
| Riserve «B» | | 50 | 50 | 50 | | 0 |
| Totale | 1950 | 600 | 2550 | 250 | 250 | 2500 |

Il risultante stato patrimoniale consolidato

Stato Patrimoniale di gruppo (A+B)

| | | | |
|---------------------------|-------------|-------------------------|-------------|
| Immobilitazioni materiali | 100 | Capitale sociale | 500 |
| Immobilitazioni materiali | 1100 | Riserve | 150 |
| Partecipazioni | | Fondi di accantonamento | 550 |
| Scorte | 650 | Debiti | 1300 |
| Crediti | 580 | | |
| Valori mobiliari | 50 | | |
| Depositi bancari e cassa | 20 | | |
| Totale | 2500 | Totale | 2500 |

Un altro caso è quello di *sostituzione delle partecipazioni* con riferimento ai valori riferiti alla data in cui l'impresa è inclusa per la prima volta e ci si pone il problema su che fine fanno le riserve di utili nel frattempo conseguite.

Le **partecipazioni TOTALITARIE DIRETTE** devono essere trattate diversamente a seconda che:

- **Valore Partecipazione = Patrimonio Netto:** nessuna differenza di valutazione da trattare;
- **Valore Partecipazione ≠ Patrimonio Netto:** si pone il problema del trattamento delle differenze positive o negative.

Se **Valore Partecipazione > Patrimonio Netto** → **Differenza Positiva**

Se **Valore Partecipazione < Patrimonio Netto** → **Differenza Negativa.**

Va verificata la presenza di eventuali sopravvalutazioni e/o sottovalutazioni degli elementi attivi e passivi rispetto ai valori correnti e vanno evidenziate eventuali differenze attive di consolidamento e eventuali riserve di consolidamento.

Le **partecipazioni NON TOTALITARIE** mettono in gioco gli interessi di minoranza che hanno una collocazione in un *apposita voce del Netto* e si collegano all'*utile di pertinenza di terzi*.

La base per il calcolo è il **Patrimonio Netto Rettificato** di utili/perdite interni, applicazione principi contabili omogenei e storno di poste fiscali.

- **Valore Partecipazione = Patrimonio Netto:** nessuna differenza di valutazione da trattare;
- **Valore Partecipazione ≠ Patrimonio Netto:** può essere legata a rivalutazione di elementi patrimoniali, differenze di consolidamento e imputazione a riserva.

Il consolidamento di partecipazioni indirette può essere *graduale* o *simultaneo*: il primo consolida inizialmente due entità (es. B e C), ottenuto il consolidamento parziale (B+C) vi aggiunge un'ulteriore società (A) ottenendo il consolidato finale (A+B+C).

Gli *equity ratios* definiscono le estensioni della maggioranza e della minoranza attraverso il consolidamento simultaneo per attribuire l'utile d'esercizio, sono pertanto le percentuali usate nel foglio di lavoro per scomporre ed attribuire l'utile ed il capitale di terzi

5. **Eliminazione delle operazioni infragruppo:** *riconciliazione saldi ed eliminazione dei saldi reciproci* come costi e ricavi, utili e perdite interni, dividendi;
6. **Redazione del Bilancio Consolidato.**