

Capitolo 3 IL BILANCIO E L'ANALISI DELLA DINAMICA FINANZIARIA

di Luciana Zamproga

3.1 LA CORNICE DEL PROBLEMA: FLUSSI ECONOMICI E FLUSSI FINANZIARI

Come più volte sottolineato, lo stato patrimoniale offre una immagine statica del capitale nella gestione d'impresa, "fissando" gli effetti dei movimenti finanziari alla data di redazione del bilancio. Il *conto economico* e il *rendiconto finanziario* accolgono, invece, questi stessi movimenti, anche se con angoli visuali diversi, dando risalto alle grandezze e ai meccanismi da cui dipendono le *dinamiche* del capitale. Per chiarire come ciò avvenga, riprendiamo in considerazione la figura 2.1 del capitolo precedente. Essa mette in evidenza:

- i *flussi finanziari* (o *flussi di capitale*), cioè i fattori da cui è dipesa la variazione subita dalle singole componenti del capitale investito e del capitale acquisito iniziale nel periodo considerato ($t_0 - t_1$);
- i *flussi economici*, cioè i costi e i ricavi del periodo $t_0 - t_1$ da cui è dipesa, in particolare, la variazione del capitale netto iniziale, indipendente da eventuali nuovi apporti dei soci e dalla distribuzione di dividendi;
- il legame che sussiste tra flussi economici e flussi finanziari, rappresentato dall'*autofinanziamento*.

I *flussi finanziari* si suddividono in *flussi-impiego* e in *flussi-fonte* a seconda che comportino per l'impresa una uscita o una entrata di capitale. Più precisamente, sono flussi-impiego (o fabbisogni finanziari):

- gli aumenti di attività (investimenti)
- le riduzioni di debiti
- le riduzioni di capitale proprio.

Sono flussi-fonte (o coperture finanziarie):

- le riduzioni di attività (disinvestimenti)
- gli aumenti di debiti
- gli aumenti di capitale proprio
- l'autofinanziamento.

Gli "*aumenti e le riduzioni di attività*" sono legate a investimenti e disinvestimenti in capitale immobilizzato e circolante, quali, ad esempio, l'acqui-

sto di un macchinario o l'aumento del magazzino (flussi-impiego); la vendita di una partecipazione o lo smobilizzo di crediti (flussi-fonte).

Esempi di "*riduzioni e di aumenti di debiti*" sono il rimborso di un mutuo o la riduzione del debito verso i fornitori (flussi-impiego); l'emissione di un prestito obbligazionario o l'incremento del fondo imposte (flussi-fonte).

Quanto al flusso di impiego definito come "*riduzione del capitale proprio*", esso origina tipicamente da rimborsi di quote di capitale di rischio oppure dalla distribuzione di dividendi. Gli "*aumenti di capitale proprio*" sono, per contro, una categoria di fonti di finanziamento che accoglie gli apporti di capitale a titolo di rischio da parte dei soci, sotto forma, ad esempio, di sottoscrizione di nuove azioni.

L'ultima tipologia elencata tra i flussi-fonte è l' "*autofinanziamento*". Esso rappresenta il contributo finanziario proveniente dalla stessa gestione reddituale dell'impresa, attraverso le varie operazioni connesse alla produzione del risultato d'esercizio. Sul significato e le modalità di calcolo si tornerà nel prossimo paragrafo.

Avendo delineato la natura delle variabili da cui dipende la dinamica finanziaria d'impresa, si devono individuare degli schemi di rappresentazione della medesima utili a scopi direzionali: i rendiconti finanziari.¹ Questi possono assumere diverse forme in relazione agli aspetti della gestione finanziaria che si desiderano enfatizzare; potranno pertanto aversi:

- a. rendiconti dei flussi finanziari totali;
- b. rendiconti dei flussi di capitale circolante netto;
- c. rendiconti dei flussi di cassa.

Nei paragrafi seguenti verranno presentati i rendiconti *sub a.* e *sub c.* Date le finalità del presente lavoro, saranno lasciati in ombra gli aspetti più tecnici di determinazione dei flussi (con riferimento ai quali si rinvia ai riferimenti bibliografici della nota 1) riservando maggior attenzione ad alcuni concetti essenziali alla comprensione delle dinamiche finanziarie, quali, in particolare, le nozioni di autofinanziamento e di flusso di cassa e i legami tra le due.

3.2 I FLUSSI FINANZIARI TOTALI

3.2.1 Struttura del rendiconto

I flussi di risorse finanziarie totali ed il relativo rendiconto (vedi *tabella 3.1*) costituiscono la rappresentazione forse più immediata delle dinamiche

¹ Sull'analisi della dinamica finanziaria e sulle modalità di costruzione dei diversi tipi di rendiconti si vedano, in particolare: Ferrero-Dezzani, *cit.*, e G. Brugger, *L'analisi della dinamica finanziaria d'impresa*, Giuffrè, Milano 1980.

Tabella 3.1 - Il rendiconto di risorse finanziarie totali

(i flussi sono raggruppati in modo da rispecchiare la classificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario [liquidità-esigibilità]).

IMPIEGHI	FONTI
AUMENTO DI ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE • Impianti e macchinari • Fabbricati • Partecipazioni • Brevetti •	AUTOFINANZIAMENTO DELLA GESTIONE REDDITUALE - Reddito netto + Costi "senza uscita" - Ricavi "senza entrata"
AUMENTO DI ATTIVITÀ A BREVE • Magazzino • Clienti • Cassa e banche •	AUMENTI DI CAPITALE PROPRIO - AUMENTO DEBITI A MLT • Mutui passivi • Fondo T.F.R. • - AUMENTO DEBITI A BT • Fornitori • Banche passive • Fondo imposte •
RIDUZIONE DI CAPITALE NETTO • Pagamento dividendi • Rimborso di capitale proprio	RIDUZIONE DI ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE • Impianti e macchinari •
RIDUZIONE DEBITI A MLT • Rimborso mutui • Pagamento T.F.R. •	RIDUZIONE DI ATTIVITÀ A BREVE • Magazzino • Clienti •
RIDUZIONE DEBITI A BT • Fornitori • Banche passive • Fondo imposte •	
TOTALE IMPIEGHI	TOTALE FONTI

del capitale. Essi sono calcolati assumendo come base di riferimento lo stato patrimoniale finanziario della tabella 2.1, del quale rappresentano l'espressione dinamica riferita ad un certo periodo di tempo. La caratteristica dei flussi finanziari totali è di contrapporre *tutti* gli impieghi a *tutte* le fonti, senza porre al centro dell'analisi una componente particolare del capitale, come invece avviene nel caso dei flussi di capitale circolante e di cassa. Riteniamo che la descrizione, sia pur sintetica, fatta nel precedente paragrafo in relazione alla tipologia dei flussi finanziari impiego e fonte sia sufficiente per comprendere i contenuti del rendiconto in esame. Ci limitiamo pertanto, come anticipato, ad approfondire la nozione e le modalità di calcolo dell'autofinanziamento.

3.2.2 L'autofinanziamento

L'autofinanziamento costituisce il raccordo tra gestione economica e gestione finanziaria, misurando il *contributo fornito dall'esercizio alla creazio-*

ne o all'assorbimento di risorse finanziarie. Nel primo caso si tratterà di una fonte, per la quale il termine di autofinanziamento risulta appropriata; nel secondo — meno frequente, ma non inusuale — ci troviamo di fronte a una "fonte negativa", cioè a un impiego di capitale, per il quale la definizione di autofinanziamento può apparire, a ben vedere, impropria.

Come si è detto, l'origine di questo flusso finanziario va ricercata nei flussi economici prodotti dalla gestione, vale a dire nei costi e nei ricavi accolti nel conto economico, il documento che, stando allo schema riportato nella figura 2.1, rappresenta uno dei collegamenti tra due situazioni patrimoniali successive. Ciò che qui preme sottolineare è la valenza finanziaria del risultato d'esercizio, che si affianca a quella patrimoniale di misura *contabile* della variazione subita dal patrimonio netto nel periodo considerato. Derivando dalla differenza tra ricavi e costi, cioè tra risorse *finanziarie* in entrata, rappresentate appunto dai ricavi, e risorse *finanziarie* in uscita, quali sono i costi per l'acquisizione dei fattori produttivi, esso identifica, almeno in prima approssimazione, il flusso finanziario prodotto da tutte le operazioni della *gestione reddituale*, cioè da *tutte* le operazioni che concorrono alla formazione del risultato netto del periodo, sia quelle collegate all'attività tipica dell'impresa, sia quelle di altra natura (atipiche, finanziarie ecc.).

Resta da chiarire il perché di quel: "in prima approssimazione". La spiegazione va ricercata nel fatto che non tutti i componenti di reddito hanno la stessa natura dal punto di vista finanziario, cioè non tutti i costi e i ricavi comportano un movimento di risorse finanziarie in uscita o in entrata. Ad alcuni, infatti, non è corrisposto nel periodo considerato né una variazione di cassa, né una variazione di credito o di debito; tra questi assumono un rilievo particolare gli *ammortamenti*, cioè questi costi cui corrisponde la misura dell'utilizzo del fattore produttivo immobilizzazioni tecniche, ma a cui non corrisponde alcun movimento monetario. Ne consegue che, per determinare il contributo della gestione reddituale alla creazione o all'assorbimento di mezzi finanziari, si dovranno sottrarre ai ricavi di vendita (e, più in generale, ai ricavi correlati ad una variazione di cassa o di credito) i soli costi "monetari".

Si considerino, a titolo esemplificativo, i dati seguenti:

	Ricavi di vendita	100
—	Costi	(70)
	— monetari	(60)
	— non monetari	(10)
	(es. ammortamenti)	
=	Utile netto	<u>30</u>

In base alle precedenti argomentazioni, il flusso finanziario della gestione reddituale sarà pari a 40, cioè alla differenza fra ricavi e costi monetari. Al

medesimo risultato si può pervenire sommando al risultato netto (un utile di 30, nel nostro caso) i costi non monetari che, nell'esempio, sono pari a 10 e si suppone coincidano con gli ammortamenti. In definitiva, l'*autofinanziamento della gestione reddituale* si può determinare seguendo l'una o l'altra di queste due vie, denominate, rispettivamente, procedimento *diretto* e procedimento *indiretto*:

<i>Procedimento diretto</i>		<i>Procedimento indiretto</i>	
Ricavi monetari	100	Risultato netto	30
- Costi monetari	(60)	+ Costi non monetari	10
Autofinanziamento gestione reddituale	40	Autofinanziamento gestione reddituale	40

Dato che di solito la componente di gran lunga più significativa dei costi non monetari è costituita dagli ammortamenti, si giustifica l'affermazione che identifica l'autofinanziamento nella somma di utile e ammortamenti. Per completezza si riportano comunque, nella *tabella 3.2*, le modalità di calcolo "per esteso" dell'autofinanziamento della gestione reddituale.

3.2.3 Esempio di calcolo dei flussi finanziari totali

Per meglio chiarire quanto esposto sinora, si riporta un esempio, molto semplificato, di determinazione dei flussi finanziari totali.

Si diano lo stato patrimoniale ed il conto economico riportati nella *tabella 3.3*

Si supponga, inoltre, che nel 19X2 l'azienda abbia distribuito dividendi per 5.

Tabella 3.2 - Autofinanziamento della gestione reddituale (nel rendiconto dei flussi finanziari totali).

UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO
+ COSTI NON MONETARI
• Quota di ammortamento
• Quota di accantonamento a fondi svalutazione di elementi patrimoniali (titoli, magazzini, crediti ecc.)
• Svalutazione di elementi patrimoniali
- RICAVI NON MONETARI
• Rivalutazioni di cespiti iscritti in conto economico
• Utilizzi di riserve rilevati in conto economico

Tabella 3.3 - Esempio di calcolo dei flussi finanziari totali. Dati di partenza.

STATO PATRIMONIALE					
	19X1	19X2		19X1	19X2
Immobilizzazioni tecniche lorde	1.000	1.400	Capitale sociale	200	300
(F.do ammortam.)	(380)	(490)	Riserve	250	260
Partecipazioni	80	—	Utile d'esercizio	15	20
IMMOBILIZZAZIONI NETTE	700	910	CAPITALE NETTO	465	580
Scorte	350	430	Mutui	200	260
Crediti vs. clienti	420	500	Fondo T.F.R.	170	209
Titoli a reddito fisso	50	20	DEBITI A MLT	370	469
Cassa e banche attive	30	5	Fornitori	430	450
CAPITALE CIRCOLANTE LORDO	850	955	Fondo imposte	40	36
			Banche passive	245	330
			DEBITI A BT	715	816
TOTALE IMPIEGHI	1.550	1.910		1.550	1.865
CONTO ECONOMICO (19X2)					
Ricavi operativi			2.800		
— Costi operativi			(1.600)		
.			.		
.			.		
.			.		
Ammortamenti		110			
= Reddito operativo			400		
— Oneri finanziari			(330)		
± Proventi/oneri atipici e straordinari			(30)		
= Reddito ante imposte			40		
— Imposte sul reddito			(20)		
Reddito netto			20		

Il rendiconto dei flussi finanziari totali per l'anno 19X2 risulta essere quello illustrato nella *tabella 3.4*. Esso è ottenuto determinando le variazioni in aumento o in diminuzione fatte registrare dai singoli elementi patrimoniali come differenza tra il valore dell'anno 19X2 e quello dell'anno precedente. Fanno eccezione a questa regola:

- il trattamento riservato al risultato netto dei due anni;
- la variazione delle riserve.

Tabella 3.4 - Rendiconto dei flussi finanziari totali (19X2).

IMPIEGHI		FONTI	
AUMENTO DI ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE		AUTOFINANZIAMENTO	
• Immobilizzaz. tecniche	400	Utile d'esercizio 19X2	20
	<u>400</u>	+ Ammortamenti	110
			<u>130</u>
AUMENTO DI ATTIVITÀ A BREVE			
• Scorte	80	AUMENTO DI CAPITALE PROPRIO	
• Crediti vs. clienti	<u>80</u>	• Capitale sociale	100
	<u>160</u>		<u>100</u>
RIDUZIONE DI CAPITALE NETTO		AUMENTO DEBITI MLT	
• Dividendi	5	• Mutui	60
	<u>5</u>	• Fondo T.F.R.	39
			<u>99</u>
RIDUZIONE DEBITI MLT	—	AUMENTO DEBITI BT	
RIDUZIONE DEBITI BT		• Banche passive	85
• Fondo imposte	4	• Fornitori	20
	<u>4</u>		<u>105</u>
		RIDUZIONE ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE	
		• Partecipazioni	80
			<u>80</u>
		RIDUZIONE ATTIVITÀ A BREVE	
		• Titoli a reddito fisso	30
		• Cassa e banche	25
			<u>55</u>
TOTALE IMPIEGHI	569	TOTALE FONTI	569

Si noti, a tale proposito, che nel rendiconto finanziario non compare la variazione del reddito netto tra l'anno 19X2 (20) e l'anno 19X1 (15). Questo perché, dal punto di vista finanziario, il *risultato netto* dell'anno 19X2 (cioè del periodo per il quale si vogliono calcolare i flussi di capitale) concorre per l'intero ammontare alle dinamiche finanziarie del periodo in quanto componente dell'autofinanziamento. Esso, infatti, è già una grandezza *flusso* trattandosi della variazione subita nel periodo dal capitale netto iniziale per effetto delle operazioni svolte nell'esercizio.

Si fa ancora osservare che, per ottenere l'*autofinanziamento*, al *risultato netto* del periodo (20) vanno sommati gli *ammortamenti* (110), che solo incidentalmente coincidono, nell'esempio proposto, con la variazione del rispettivo fondo. Tale coincidenza è dovuta ad alcune ipotesi implicite dell'esempio, in particolare che non vi siano state nel periodo cessioni di cespiti e/o rivalutazioni degli stessi.

Per ciò che invece riguarda il *reddito netto* dell'anno 19X1 (15), esso concorre alla formazione dei flussi finanziari dell'anno 19X2 solo per la parte distribuita sotto forma di *dividendo*, cioè 5. La parte rimanente (10) è stata trasferita a *riserva*, come denuncia l'incremento di pari importo da queste subito. Si noti, peraltro, che tale variazione non compare tra i flussi finanziari dell'anno 19X2, trattandosi esclusivamente di un movimento contabile dalla voce Utile netto 19X1 alla voce Riserve 19X2, movimento al quale non fa riscontro alcun reale apporto finanziario. Per inciso si fa osservare come tale apporto si sia avuto nell'anno 19X1 nella misura del risultato netto dell'anno (15), in quanto componente dell'autofinanziamento di tale periodo.

3.2.4 L'autofinanziamento della gestione corrente

La nozione di autofinanziamento considerata nel paragrafo precedente fa riferimento al flusso finanziario generato da *tutte* le operazioni che concorrono alla formazione del reddito netto, per questo è stato denominato autofinanziamento della gestione *reddituale*. A questa nozione se ne affiancano altre, tra le quali una ci sembra meriti un'attenzione particolare: ci riferiamo all'*autofinanziamento della gestione corrente*,² definito come il *contributo del ciclo ripetitivo connesso all'acquisto, trasformazione, vendita di fattori produttivi ad utilità semplice alla generazione o all'assorbimento di risorse finanziarie*.

Questa nozione di autofinanziamento differisce dalla precedente perché *non* considera il contributo di *tutte* le operazioni produttrici di reddito, ma solo quello proveniente dalla gestione *corrente*. Anche in questo caso, se ne può determinare l'ammontare in due modi: uno diretto, l'altro indiretto. Il riferimento è al conto economico gestionale della *tabella 3.5*.³ Seguendo il *metodo diretto*, l'autofinanziamento della gestione corrente si ottiene sottraendo ai *ricavi operativi* i *costi operativi* di carattere *monetario* e le *imposte*, ma

² Questa figura di autofinanziamento andrebbe collocata nell'ambito dei *flussi di capitale circolante* (essa viene, infatti, anche indicata come "flusso di capitale circolante netto della gestione corrente"); il fatto che tale metodo di analisi della dinamica finanziaria non venga illustrato nel presente lavoro non dovrebbe, a nostro avviso, limitare la comprensione della natura e del significato di questa figura di autofinanziamento. Per una trattazione sistematica, vedi G. Brugger, *L'analisi della dinamica...*, cit., pagg. 17-25.

³ Il criterio di riclassificazione seguito è basato sulla ben nota distinzione tra componenti di reddito appartenenti o non appartenenti alla gestione operativa, intesa, quest'ultima, come il complesso di operazioni inerenti all'attività tipica dell'azienda. Gli schemi di presentazione del conto economico basati su tali criteri di base sono numerosi; la rappresentazione seguita, oltre a evidenziare il *reddito operativo*, come differenza tra ricavi e costi operativi, mette in evidenza anche il *marginale operativo lordo* (MOL), dato dalla differenza fra ricavi operativi e i soli costi operativi di carattere monetario, con esclusione, quindi, degli ammortamenti. Sottraendo dal MOL le imposte si ottiene, come illustrato nel testo, l'autofinanziamento della gestione corrente.

escludendo, ancora una volta, gli ammortamenti. La scelta di far apparire il contributo finanziario della gestione corrente al netto delle imposte è una scelta di comodo, dettata dalla difficoltà di ricostruire *ex-post* il carico fiscale di pertinenza di ciascuna area gestionale; a tale procedura è, invece, opportuno far ricorso nelle analisi *ex-ante*, svolte in sede di pianificazione finanziaria o nelle valutazioni di investimento.⁴

In analogia con quanto visto per l'autofinanziamento della gestione reddituale, si può pervenire al medesimo risultato "partendo da sotto". In questo caso, l'autofinanziamento della gestione corrente si ottiene sommando algebricamente al reddito netto sia gli ammortamenti (in quanto costo non monetario), sia i componenti di reddito non appartenenti alla gestione corrente, quali oneri finanziari, costi e ricavi atipici e straordinari, accantonamenti a fondi rischi e svalutazione dell'attivo *non* corrente.

Con riferimento ai dati della tabella 3.5, si riporta il calcolo dell'autofinanziamento della gestione corrente secondo il metodo diretto e indiretto.

Esempio di calcolo dell'autofinanziamento della gestione corrente

<i>Procedimento diretto</i>		<i>Procedimento indiretto</i>	
Ricavi di vendita	100	Reddito netto	13
- Costi operativi monetari	(55)	≠ Proventi/oneri straordinari	2
MOL	45	≠ Proventi/oneri atipici	(5)
- Imposte	(10)	+ Oneri finanziari	10
Autofinanziamento gestione corrente	<u>35</u>	+ Ammortamenti	15
		Autofinanziamento gestione corrente	<u>35</u>

La *tabella 3.6* illustra in modo completo le modalità di calcolo dell'autofinanziamento della gestione corrente. Essa viene riportata per completezza espositiva ma la sua conoscenza non è indispensabile per la comprensione di quanto verrà sviluppato in seguito.

3.3 I FLUSSI DI CASSA

3.3.1 Autofinanziamento, cash flow e flusso di cassa

L'autofinanziamento viene spesso indicato con il termine "*cash flow*", la cui traduzione "flusso di cassa", può essere fonte di equivoci. Il cosiddetto

⁴ Pur partendo da considerazioni analoghe, non tutti gli autori inseriscono le imposte nel calcolo dell'autofinanziamento della gestione corrente. La procedura qui proposta è ripresa da G. Brugger, *L'analisi della dinamica...*, cit.; la soluzione opposta si ritrova, invece, in M. Massari, cit., pag. 347.

Tabella 3.5 - Conto economico gestionale.

RICAVI DI VENDITA	100	
- COSTI OPERATIVI	(55)	
Rimanenze iniziali		
Acquisti di materie		
Servizi		
Lavoro		
Altri costi monetari		
(Rimanenze finali)	(...)	
= MARGINE OPERATIVO LORDO	45	
- AMMORTAMENTI	(15)	
= REDDITO OPERATIVO NETTO	30	
- ONERI FINANZIARI	(10)	
± PROVENTI/ONERI ATIPICI	5	
± PROVENTI/ONERI STRAORDINARI	(2)	
= REDDITO ANTE IMPOSTE	23	
- IMPOSTE SUL REDDITO	(10)	
REDDITO NETTO	13	

cash flow, infatti, e, quindi, anche l'autofinanziamento che ne rappresenta l'equivalente nella terminologia finanziaria del nostro paese, è un flusso di cassa *potenziale*, o in senso lato. Esso, come ricordato in precedenza, rappresenta il contributo della gestione alla creazione (assorbimento) di mezzi *finanziari*, ma non necessariamente alla generazione (assorbimento) di *liquidità*. Il divario tra autofinanziamento e flusso di cassa in senso stretto è dovuto al manifestarsi delle seguenti circostanze:

- parte delle risorse finanziarie prodotte dall'esercizio viene dallo stesso riasorbita, o perché utilizzata per aumentare le scorte e i crediti correnti, o perché destinata a ridurre i debiti correnti;
- le risorse finanziarie generate dall'esercizio sono incrementate dalla riduzione dell'investimento in crediti correnti e scorte e/o dall'aumento dei debiti correnti.

Tabella 3.6 - Autofinanziamento della gestione corrente (metodo indiretto).

REDDITO NETTO
+ INTERESSI PASSIVI NETTI
± PROVENTI/ONERI ATIPICI E STRAORDINARI
= REDDITO OPERATIVO NETTO
+ AMMORTAMENTI
+ ACCANTONAMENTI A FONDI SVALUTAZIONE ATTIVO NON CORRENTE
+ ACCANTONAMENTI A FONDI RISCHI E SPESE FUTURE ATTIVO NON CORRENTE
= AUTOFINANZIAMENTO DELLA GESTIONE CORRENTE
(Flusso di capitale circolante netto della gestione corrente)

Nel caso *sub a.*, il flusso monetario dell'esercizio risulta più basso del corrispondente autofinanziamento, dato che questo viene in tutto o in parte riasorbito dai fabbisogni connessi alla gestione del capitale circolante netto. Nel caso *sub b.* avviene l'opposto: la contrazione del circolante netto libera risorse che si aggiungono all'autofinanziamento, generando così un flusso di cassa maggiore dell'autofinanziamento stesso. In definitiva, supponendo di fare riferimento a una nozione di capitale circolante netto (CCN) operativo nella quale i debiti correnti includono anche il fondo T.F.R.,⁵ si può affermare che vale la seguente relazione:

$$\begin{aligned} & \text{Autofinanziamento} \\ & - \Delta \text{CCN "in senso stretto"}^6 \\ & = \text{Flusso di cassa dell'esercizio} \end{aligned}$$

Essa sta a indicare che il flusso di cassa dell'esercizio si ottiene sottraendo dall'autofinanziamento gli aumenti di CCN e sommandovi le riduzioni. Ne deriva che gli aumenti di circolante riducono il flusso di cassa rispetto all'autofinanziamento, mentre le diminuzioni di circolante lo fanno aumentare. Il capitale circolante, in altre parole, agisce come una "spugna" in grado di assorbire o espellere liquidità a seconda che subisca variazioni in aumento o in diminuzione. Pertanto, se l'autofinanziamento di un dato periodo è risultato pari a 40 e, nello stesso periodo, il circolante netto è aumentato di 15, il flusso di cassa dell'esercizio sarà pari a 25 ($40 - 15$); se, viceversa, a parità di flusso finanziario, il circolante si fosse ridotto di 10, la liquidità prodotta dall'esercizio risulterebbe di 50 ($40 + 10$).

Quanto illustrato dovrebbe permettere di capire in quale circostanza l'autofinanziamento identifica un vero e proprio flusso monetario; ciò avviene allorché il circolante netto non subisce nel periodo considerato alcuna variazione, né in aumento, né in diminuzione. Non essendoci né investimento, né disinvestimento di risorse finanziarie legate alla gestione del circolante, il flusso di *cassa* dell'esercizio verrà a coincidere con il flusso *finanziario* derivante dalla differenza fra ricavi e costi monetari. Superfluo sottolineare come, in questo caso, il termine cash-flow risulti appropriato, misurando un flusso di cassa in senso proprio.

⁵ Questa impostazione, lo ricordiamo, non è sempre condivisa; ne consegue che, qualora i debiti correnti non includano il fondo T.F.R., il relativo accantonamento va aggiunto all'autofinanziamento trattandosi di un costo cui non è corrisposta nell'esercizio né una variazione di cassa, né una variazione di debito corrente.

⁶ Il significato della qualifica "in senso stretto" viene chiarito più oltre nel testo.

3.3.2 Il flusso di cassa dell'esercizio: approfondimenti

Nel paragrafo precedente abbiamo cercato di chiarire il significato di flusso di cassa e la relazione in cui si pone rispetto all'autofinanziamento. Restano da fare alcune precisazioni sulle possibili nozioni di flusso di cassa dell'esercizio e sulle modalità di calcolo.

Una *prima* precisazione riguarda il fatto che, così come esistono diverse nozioni di autofinanziamento, esistono diverse nozioni di flusso monetario dell'esercizio. Coerentemente con quanto visto a proposito di autofinanziamento, si possono individuare due tipi di flusso di cassa: quello prodotto dalla gestione *reddituale* e quello prodotto dalla gestione *corrente*. Non volendo qui entrare nei dettagli tecnici di calcolo, per i quali si rinvia il lettore interessato alle pubblicazioni citate nella nota 1 di questo capitolo, ci si limita a ricordare come il primo rappresenti il contributo alla creazione (assorbimento) di *liquidità* di tutte le operazioni che concorrono al reddito netto del periodo; il secondo, invece, il contributo proveniente dalla sola gestione *corrente* nella accezione già fornita al paragrafo 3.2.4 con riferimento alla nozione di autofinanziamento della gestione corrente.

La *seconda* precisazione riguarda la nozione di capitale circolante utilizzata. Sia che si tratti di flusso monetario della gestione reddituale, sia che si tratti di flusso della gestione corrente, il riferimento è a una nozione di "*capitale circolante netto in senso stretto*"; ciò significa che dal computo vanno escluse le componenti attive e passive di carattere monetario costituite, come noto, dalla cassa e dalle banche attive e dai debiti a breve verso banche. Le disponibilità liquide immediate, infatti, rappresentano proprio la grandezza fondo che viene fatta variare dal flusso di cassa in oggetto. In un periodo nel quale non si sono avuti flussi monetari diversi da quelli prodotti dalle operazioni di esercizio (cioè non si sono avuti flussi collegati ad operazioni di tipo patrimoniale e finanziario), la variazione subita dalle disponibilità liquide iniziali coinciderà esattamente con tale flusso. Se, ad esempio, il 1° gennaio di un certo anno l'azienda aveva disponibilità liquide pari a 100 milioni e se nel corso dell'anno la gestione (reddituale o corrente) ha prodotto un flusso di cassa di 20 milioni, le disponibilità liquide finali ammonteranno a 120 milioni, con una variazione che è esattamente pari al flusso in questione. Superfluo sottolineare che tale coincidenza viene meno se durante l'anno si sono avuti anche altri movimenti di cassa, diversi da quelli riconducibili alle sole attività d'esercizio. Su questo aspetto ritorneremo al paragrafo successivo, allorché si prenderà in esame l'insieme di tutti i movimenti monetari, sia quelli collegati alla gestione reddituale (o corrente), sia quelli derivanti da operazioni di altra natura.

Una *terza* precisazione riguarda il procedimento, non certo immediato, seguito per determinare il flusso di cassa d'esercizio. Ognuno di noi ha familiarità con i movimenti di denaro, ma certamente nessuno, se dovesse stabilire la variazione delle proprie disponibilità monetarie conseguente alle attività

abituali, procederebbe nel modo descritto. Molto più semplicemente, si limiterebbe a fare la differenza tra le *entrate* e le *uscite di cassa* derivanti da tali attività. Non diversamente può fare il manager finanziario; ciò che può stupire il profano è che il risultato cui perviene coincida con quello ottenuto sottraendo dall'autofinanziamento la variazione del capitale circolante netto in senso stretto. In altre parole, il metodo descritto nel paragrafo precedente equivale esattamente a fare la differenza tra movimenti monetari in entrata (incassi) e movimenti monetari in uscita (pagamenti); si ricorre ad esso quando si vuole determinare il flusso di cassa d'esercizio attraverso i dati di bilancio che, di norma, non consentono la ricostruzione analitica delle entrate e delle uscite di cassa relative ad ogni voce di ricavo e di costo. Un semplice esempio aiuterà a chiarire quanto affermato.

Un'agenzia presenta per l'anno 199X il seguente conto economico:

Ricavi di vendita	100
– Costo delle merci vendute	(70)
– Ammortamenti	(10)
Utile netto	<u>20</u>

All'inizio del periodo il circolante netto risultava pari a 8 ed era così formato:

Crediti vs. clienti	20
– Debiti vs. fornitori	(12)
CCN	<u>8</u>

A fine periodo il circolante ammonta a 15, derivanti da:

Crediti vs. clienti	25
– Debiti vs. fornitori	(10)
CCN	<u>15</u>

Il flusso di cassa prodotto dalle attività d'esercizio, determinato con il metodo *indiretto*, si ottiene nel modo seguente:

Utile netto	20	
+ Ammortamenti	10	
– Aumento CCN	(7)	(15 – 8)
Flusso di cassa dell'esercizio	<u>23</u>	

Volendo determinarlo con il procedimento *diretto*, è necessario conoscere gli incassi e i pagamenti del periodo che, nell'esempio, riguarderanno gli incassi provenienti dalle vendite e i pagamenti relativi alle merci acquistate.

Questi possono venire calcolati tenendo presente le relazioni seguenti:

Incassi di vendita	= Ricavi di vendita	+ Crediti vs. clienti iniziali	- Crediti vs. clienti finali
Pagamento merci	= Costo delle merci acquistate	+ Debiti vs. fornitori iniziali	- Debiti vs. fornitori finali

Nel nostro caso avremo:

$$\text{Incassi di vendita} = 100 + 20 - 25 = 95$$

$$\text{Pagamento merci} = 70 + 12 - 10 = 72$$

La cui differenza ($95 - 72 = 23$) coincide esattamente con il flusso monetario ottenuto seguendo il metodo indiretto.

Come ricordato, ciò che impedisce il ricorso a questa procedura di calcolo è l'oggettiva difficoltà, partendo dai dati di bilancio, di ricostruire analiticamente gli incassi e gli esborsi collegati a ciascuna componente di reddito, il che suggerisce nelle analisi a consuntivo l'uso del metodo indiretto. Vedremo più avanti come queste difficoltà vengano superate in sede preventiva, permettendo di determinare direttamente il flusso monetario di esercizio come differenza fra entrate e uscite di cassa della gestione (reddituale o corrente).

3.3.3 Il rendiconto dei flussi di cassa (gestione reddituale)

Le considerazioni sviluppate nel paragrafo precedente sulla relazione esistente tra autofinanziamento e flusso monetario consentono di passare da uno schema di analisi della dinamica finanziaria che contrappone genericamente gli impieghi alle fonti, come avviene nel rendiconto di risorse finanziarie totali, ad uno schema interamente fondato sui flussi di cassa, volto cioè a evidenziare le cause che hanno fatto variare le disponibilità liquide dell'azienda. Ciò è possibile in relazione al fatto che tutti i movimenti finanziari non inclusi nel calcolo del flusso monetario d'esercizio, e prescindendo, ovviamente, dalla variazione subita dalla stessa liquidità disponibile, sono anche, in linea di massima, dei flussi monetari.

La *tabella 3.7* riproduce il rendiconto dei flussi di cassa imperniato, per ciò che riguarda il flusso di esercizio, sul flusso monetario della gestione reddituale. Essa mette in evidenza:

1. nella parte superiore del prospetto i *movimenti monetari* del periodo suddivisi in:
 - a. flusso di cassa della gestione reddituale;
 - b. flussi di cassa estranei alla gestione reddituale;
2. nella parte inferiore del prospetto le componenti della *disponibilità monetaria* e la variazione subita nel periodo per effetto dei movimenti di cassa di cui al punto precedente.

Tabella 3.7 - Rendiconto dei flussi di cassa (gestione reddituale).

IMPIEGHI	FONTI
FLUSSO DI CASSA PER INVESTIMENTI • Impianti e macchinari • Partecipazioni • FLUSSO DI CASSA PER RIMBORSO DI FINANZIAMENTI • Rimborso di capitale proprio • Rimborso debiti finanziari a MLT FLUSSO DI CASSA PER PAGAMENTO DIVIDENDI	FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE REDDITUALE Autofinanziamento gestione reddituale – Δ Circolante netto operativo “in senso stretto” FLUSSO DI CASSA DA FINANZIAMENTI • Apporti di capitale proprio a pagamento • Assunzione debiti finanziari a MLT FLUSSO DI CASSA DA DISINVESTIMENTI • Impianti e macchinari • Partecipazioni •
Totale A AUMENTO LIQUIDITÀ NETTA [A < B]	Totale B RIDUZIONE LIQUIDITÀ NETTA [A > B]
ANALISI DELLA VARIAZIONE DELLA LIQUIDITÀ NETTA	
Cassa e banche attive	iniziali finali
<i>meno</i>	
Banche passive	iniziali finali
<i>uguale</i>	
Liquidità netta	iniziale <u>C</u> finale <u>D</u>
(Indebitamento netto)	
Variazione liquidità (indebitamento) netta: D – C (B – A)	

Per ciò che riguarda i singoli movimenti monetari si ricorda come il flusso della gestione reddituale rappresenti il saldo tra le entrate e le uscite di cassa collegate a ricavi e costi accolti nel conto economico; i flussi extra-gestione reddituale sono, a loro volta, riferiti:

- a movimenti monetari in uscita o in entrata connessi ad attività di investimento e disinvestimento di immobilizzazioni;
- a movimenti monetari in entrata e in uscita dovuti a nuovi finanziamenti o al rimborso di finanziamenti preesistenti, sia a titolo di debito che di rischio;
- al pagamento di dividendi.

Il saldo tra i flussi di cassa in entrata e in uscita rappresenta il *flusso di cassa netto* del periodo e coincide con la variazione subita dalle disponibilità monetarie i cui elementi costituenti sono riportati nella parte inferiore del rendiconto.

A tale proposito, è necessario richiamare l'attenzione sulla nozione di disponibilità monetaria utilizzata nella presentazione del rendiconto. Questa, infatti, corrisponde ad una nozione di liquidità *netta* che deriva dalla differenza tra l'ammontare della cassa e banche attive e i debiti a breve verso banche. Ne deriva che, quando l'entità della cassa e banche attive supera il passivo monetario, si parla di *liquidità netta*; quando, invece, è quest'ultimo a superare le disponibilità liquide, si parla più propriamente di *indebitamento finanziario netto a breve termine*.

Il ricorso a una nozione di liquidità "netta", in alternativa a una nozione di liquidità "tout court" misurata dall'ammontare dell'attivo monetario, è motivato dalla considerazione che i flussi monetari collegati alla gestione transitano genericamente sui conti correnti bancari dell'azienda, il cui saldo potrà avere segno positivo o negativo in relazione alla posizione strutturale di liquidità, alle dinamiche finanziarie del periodo, a determinate scelte operate dalla direzione in merito alla gestione dei rapporti con le banche. Una nozione di liquidità imperniata solo sui conti bancari attivi rischierebbe di essere poco rappresentativa dell'impatto esercitato dalle dinamiche monetarie sulla posizione finanziaria a breve dell'azienda. Si dia, ad esempio, il caso di un'azienda che al 1° gennaio di un certo anno ha disponibilità liquide presso le banche pari a 20, a fronte di debiti per 5; alla fine dell'anno, le prime siano salite a 30, i secondi a 50. Qualora la liquidità venisse misurata dall'entità dei conti bancari attivi, se ne registrerebbe un miglioramento essendo questa aumentata di 10. Il riferimento a una nozione di *posizione finanziaria netta* mette, invece, in evidenza come, a fronte di disponibilità liquide iniziali di 20, stanno debiti a breve verso banche per 5 che riducono di fatto a 15 le disponibilità monetarie dell'impresa e, fatto più grave, che queste disponibilità "nette" si sono in pratica azzerate a fine periodo, ponendo l'azienda in una situazione di indebitamento netto a breve verso le banche pari a $20 (30 - 50 = -20)$.

3.3.4 Esempio di calcolo dei flussi di cassa della gestione reddituale

Utilizzando i dati dell'esempio proposto nel paragrafo 3.2.3 per calcolare i flussi finanziari totali, si perviene al rendiconto dei flussi di cassa riportato in *tabella 3.8*.

L'elemento distintivo di tale rendiconto è, come già abbiamo avuto modo di sottolineare, il flusso di cassa prodotto dall'esercizio (nella fattispecie dalla gestione reddituale) che si ottiene sottraendo dall'autofinanziamento la variazione del CCN in senso stretto. Quest'ultimo è stato così calcolato:

Tabella 3.8 - Esempio di rendiconto dei flussi di cassa (gestione reddituale).

IMPIEGHI		FONTI	
FLUSSO DI CASSA PER INVESTIMENTI		FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE REDDITUALE	
• Immobilizzazioni tecniche	400	Autofinanziamento	130
	<u>400</u>	- Δ CCN in senso stretto	<u>(105)</u>
			<u>25</u>
FLUSSO DI CASSA PER RIMBORSO DI FINANZIAMENTI		FLUSSO DI CASSA DA FINANZIAMENTI	
	—	• Apporti di capitale sociale a pagamento	100
FLUSSO DI CASSA PER PAGAMENTO DIVIDENDI	<u>5</u>	• Accensione mutui	<u>60</u>
			<u>160</u>
		FLUSSO DI CASSA DA DISINVESTIMENTI	
		• Partecipazioni	80
		• Titoli a reddito fisso	<u>30</u>
			<u>110</u>
TOTALE IMPIEGHI DI LIQUIDITÀ (A)	<u>405</u>	TOTALE FONTI DI LIQUIDITÀ (B)	295
		AUMENTO INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO A BREVE, (A - B)	110
		TOTALE A PAREGGIO	<u>405</u>
ANALISI DELLA VARIAZIONE DELLA LIQUIDITÀ (INDEBITAMENTO) NETTA			
Cassa e banche attive ...iniziali	30	...finali	5
meno			
Banche passive ...iniziali	<u>(245)</u>	...finali	<u>(330)</u>
uguale			
Indebitamento finanziario netto	...iniziale	...finale	
	(C) <u>(215)</u>	(D) <u>(325)</u>	
D - C = 325 - 215 = 110 (aumento dell'indebitamento finanziario netto a breve)			

a. Variazione attività correnti:

Scorte	+ 80
Crediti vs. clienti	+ <u>80</u>
(a)	+ <u>160</u>

b. Variazione debiti correnti:

Fondo T.F.R.	- 39
Fornitori	- 20
Fondo imposte	+ <u>4</u>
(b)	- <u>55</u>

da cui:

c. *Variazione del CCN operativo in senso stretto:*

$$a - b: 160 - 55 = 105$$

L'incremento di 105 subito nel periodo dal circolante netto assorbe buona parte della liquidità potenziale racchiusa nell'autofinanziamento (130), riducendo a 25 il flusso di cassa prodotto dalla gestione reddituale. Tale flusso, come si evince osservando il rendiconto, risulta ampiamente inferiore al fabbisogno monetario totale, pari a 405, imponendo il ricorso ad altre fonti di liquidità, rappresentate, nella fattispecie, da nuovi finanziamenti per 160 e da disinvestimenti per 110. Tuttavia, poiché il complesso dei flussi in entrata (295) non è ancora sufficiente a coprire il fabbisogno totale di liquidità (405), la differenza "si scarica" sull'indebitamento finanziario netto a breve facendolo aumentare di 110. 110 rappresenta dunque il flusso di cassa complessivo del periodo ed ha, nel caso in esame, segno negativo.

Rielaborando con il massimo grado di sintesi i dati del nostro rendiconto, è possibile mettere in evidenza come il flusso di cassa totale sia così formato:

1. flusso di cassa della gestione reddituale	25
2. flusso di cassa extra-gestione reddituale	<u>- 135</u>
flusso di cassa netto	- 110

3.3.5 Il rendiconto dei flussi di cassa (gestione corrente)

Il flusso di cassa prodotto dalla gestione corrente, cui si è accennato nel paragrafo 3.3.2, costituisce il fondamento per la redazione di un rendiconto parzialmente diverso da quello appena illustrato, essendo imperniato sulla distinzione tra gestione corrente ed extra-corrente, anziché sulla distinzione tra gestione reddituale ed extra-reddituale.

In questo caso (vedi *tabella 3.9*), i flussi monetari vengono suddivisi a seconda della loro appartenenza o meno al ciclo della gestione corrente, distinguendo il flusso della gestione corrente dai movimenti ad essa estranei. Coerentemente con quanto descritto al paragrafo 3.3.2, si può rilevare come la differenza sostanziale, rispetto alla presentazione incentrata sulla nozione di gestione reddituale, consista nell'evidenziare separatamente il fabbisogno di cassa legato alle componenti non operative della gestione, in particolare, al pagamento degli interessi passivi. Dal momento, infatti, che il flusso monetario della gestione corrente è al lordo degli oneri finanziari (oltretutto delle componenti di reddito atipiche e straordinarie), si comprende come, in un prospetto volto a rappresentare le dinamiche monetarie complessive della gestione, debba essere indicato esplicitamente il flusso di liquidità riconducibile a tali componenti di reddito.

dal quale si risale al rendiconto dei flussi di cassa della gestione corrente illustrato in *tabella 3.10*.

Si noti come il flusso di cassa netto (che nel caso specifico rappresenta un aumento dell'indebitamento finanziario netto a breve termine) coincida con quello determinato nel calcolo dei flussi monetari della gestione reddituale (110). La differenza, seguendo lo schema di analisi proposto, va ricercata nella configurazione dei singoli flussi da cui è dipesa la variazione netta di liquidità e, in particolare, nel flusso della gestione corrente. Questo è stato così ottenuto:

Reddito netto	20
+ Oneri atipici e straordinari netti	30
+ Oneri finanziari	330
+ Ammortamenti	<u>110</u>
<i>Autofinanziamento della gestione corrente</i>	490
- Aumento CCN in senso stretto*	<u>(105)</u>
<i>Flusso di cassa della gestione corrente</i>	<u><u>385</u></u>

(*) lo stesso calcolato per il flusso di cassa della gestione reddituale

Si noti ancora come il flusso in oggetto differisca in maniera significativa dal corrispondente flusso della gestione reddituale (385 contro 25) e come trovino separata evidenziazione i fabbisogni di liquidità determinati dal pagamento di interessi passivi e dalla gestione atipica.

3.3.7 L'impiego dei flussi di cassa nelle analisi e nelle valutazioni finanziarie

In conclusione del capitolo, desideriamo sottolineare la centralità della nozione di flusso di cassa nell'ambito delle problematiche inerenti alla gestione finanziaria d'impresa. Di particolare rilievo appare soprattutto lo schema di analisi incentrato sulla *gestione corrente*, sia per l'efficacia operativa che gli viene riconosciuta nell'ambito della pianificazione finanziaria, sia perché costituisce il riferimento metodologico di molte valutazioni di carattere finanziario, tra cui le decisioni di investimento.

Sotto il primo profilo, si fa rilevare come il rendiconto dei flussi di cassa della gestione corrente (utilizzato in sede di preventivazione) offra una rappresentazione assai significativa delle dinamiche monetarie attese, segnalando alla direzione le aree critiche per l'equilibrio della liquidità.

Sotto il secondo profilo, si sottolinea come il flusso di cassa della gestione corrente costituisca una componente del *flusso monetario operativo*, grandezza di riferimento in svariate decisioni di impiego di capitale. La grandez-

Tabella 3.10 - Esempio di rendiconto dei flussi di cassa (gestione corrente).

IMPIEGHI	FONTI
FLUSSO DI CASSA PER INVESTIMENTI • Immobilizzazioni tecniche <u>400</u> <u>400</u>	FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE Autofinanziamento gestione corrente 490 - Δ CCN senso stretto <u>(105)</u> <u>385</u>
FLUSSO DI CASSA PER RIMBORSO DI FINANZIAMENTI —	
FLUSSO DI CASSA PER LA REMUNERAZIONE DEL CAPITALE • Dividendi 5 • Oneri finanziari <u>330</u> <u>335</u>	FLUSSO DI CASSA DA FINANZIAMENTI • Apporti di capitale sociale a pagamento 100 • Accensione mutui <u>60</u> <u>160</u>
FLUSSO DI CASSA NETTO GESTIONE ATIPICA <u>30</u>	FLUSSO DI CASSA DA DISINVESTIMENTI • Partecipazioni 80 • Titoli a reddito fisso <u>30</u> <u>110</u>
TOTALE IMPIEGHI DI LIQUIDITÀ (A) <u>765</u>	TOTALE FONTI DI LIQUIDITÀ (B) 655
	AUMENTO INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO A BT (A - B) 110
	TOTALE A PAREGGIO <u>765</u>

Tabella 3.11 - Rendiconto "a scalare" dei flussi di cassa.

REDDITO NETTO + Oneri finanziari + Ammortamenti = AUTOFINANZIAMENTO GESTIONE CORRENTE - Δ CCN OPERATIVO IN SENSO STRETTO = FLUSSO DI CASSA GESTIONE CORRENTE ± FLUSSO DI CASSA NETTO DA INVESTIMENTI/DISINVESTIMENTI IN ATTIVITÀ OPERATIVE NON CORRENTI - Investimenti + Disinvestimenti = FLUSSO DI CASSA OPERATIVO ± FLUSSO DI CASSA NETTO PER OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO ± Apporti/Rimborsi di capitale proprio ± Accensioni/Rimborsi debiti finanziari a MLT - FLUSSO DI CASSA PER LA REMUNERAZIONE DEL CAPITALE - Dividendi - Oneri finanziari ± FLUSSO DI CASSA NETTO ALTRE OPERAZIONI NON CORRENTI = FLUSSO DI CASSA NETTO (Variazione liquidità netta/indebitamento finanziario netto a breve)

za in questione risulta meglio evidenziata ricorrendo a una presentazione a scalare del rendiconto dei flussi di cassa come quella sotto riportata (*tabella 3.11*).

Il flusso di cassa operativo deriva dalla somma algebrica del flusso monetario della gestione corrente e degli altri flussi di cassa *operativi* legati a operazioni per investimenti o disinvestimenti in attività operative non correnti (tipicamente, investimenti e disinvestimenti in immobilizzazioni tecniche e immateriali).