

La valutazione dell'Impresa e l'analisi dei flussi¹

Prof. Roberto Cappelletto² e Dott. Gabriele Toniolo³

1) Dalla Logica Contabile all'Analisi dei Flussi

Come si è potuto osservare nei precedenti lavori, l'analisi del rischio dell'impresa si fonda in buona parte sull'analisi storica degli equilibri. Sulla base dei bilanci consuntivi dell'impresa è, infatti, possibile reperire una serie di informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali utili per la valutazione dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.

L'equilibrio economico è soddisfatto quando la redditività dell'impresa è in grado di soddisfare le attese di remunerazione dei soggetti finanziatori. La valutazione di questo equilibrio avviene sulla base del confronto tra la redditività dei capitali investiti (ROI) ed il costo del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*). La stima del costo del capitale richiede la conoscenza di tre variabili principali:

- l'attesa di remunerazione dei soci;
- l'attesa di remunerazione dei terzi (es. banche);
- il grado di indebitamento (rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri);

Nella pratica, la quantificazione dell'attesa di remunerazione dei soci non sempre è possibile, dato che i modelli utilizzati in finanza sono applicabili solitamente ad imprese quotate di cui si dispone di molte informazioni, ed in particolare di una serie

¹ Pur nella unicità della trattazione da parte degli autori, si possono attribuire le singole parti del presente lavoro nel seguente modo: R. Cappelletto: "*Dalla Logica Contabile all'Analisi dei Flussi*"; G. Toniolo: "*Il Rendiconto Finanziario: un caso pratico*".

² Docente Ordinario in Finanza Aziendale presso l'Università di Udine;

³ Dottorando di Ricerca in Finanza Aziendale presso l'Università di Trieste;

storia sui prezzi, che risulta invece assente nel caso delle piccole imprese. Ecco perché nel caso di imprese *small business* la valutazione dell'equilibrio economico nasce dal confronto tra la redditività dei capitali investiti ed il tasso mediamente pagato sui capitali di terzi, che al suo interno sconta le attese di remunerazione che i terzi nutrono nei confronti della società in relazione al grado di rischio della stessa (ROI % > $P\%$).

L'equilibrio patrimoniale di un'impresa dipende invece dal corretto utilizzo delle fonti di capitale. Dato, infatti, che i fabbisogni dell'impresa possono essere a lenta rotazione (capitale fisso – CF -) oppure a veloce rotazione (capitale di giro –CG -), l'equilibrio patrimoniale è soddisfatto quando il capitale fisso è completamente coperto dai mezzi propri e dal capitale di terzi con piano di rientro; ciò significa che il capitale di giro dovrebbe trovare la giusta copertura nel cosiddetto fido, o capitale di terzi a veloce rotazione.

Infine, l'equilibrio di natura finanziaria, nasce dal rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri. Se tale rapporto risulta troppo elevato, aumenta la probabilità di insolvenza dell'impresa e dunque il suo grado di rischiosità. Considerando le caratteristiche particolari delle imprese italiane, potremmo dire che un'impresa è equilibrata finanziariamente se mostra un rapporto di indebitamento non superiore a 3, se *small business*, e ad 1, se *corporate*.

L'analisi degli equilibri, come si può facilmente notare, si basa su informazioni contabili e soprattutto statiche: l'indice di redditività è, infatti, calcolato come rapporto tra margine operativo netto (M.O.N. = Fatturato – Costi Operativi) e capitale investito (CI = CF + CG); il tasso di interesse medio come rapporto tra gli oneri finanziari (OF) ed il capitale di terzi totale (CTt); l'equilibrio patrimoniale confronta la dotazione di capitale proprio e di capitale di terzi con piano di rientro, alla data di chiusura del bilancio, con la dotazione di capitale fisso alla stessa data; così, il *leverage* è calcolato come rapporto tra mezzi di terzi e capitale proprio alla data di chiusura del bilancio ed esprime, pertanto, il livello di indebitamento in un preciso istante temporale, tipicamente il 31/12 di ogni anno.

Il limite di ogni analisi statica è quello di non considerare le variazioni che normalmente intervengono in un prefissato orizzonte temporale (ad esempio un

anno). Così, ad esempio se dal bilancio compaiono investimenti in capitale fisso per un importo di €180.000, nulla sappiamo sulle variazioni intervenute durante l'anno sulle stesse e, più in particolare, non è noto se il capitale fisso ha creato fabbisogni a seguito di nuovi investimenti, o fonti di finanziamento, per effetto di disinvestimenti.

L'analisi contabile, inoltre, considera tipicamente margini economici, calcolati nel rispetto dei principi contabili, e nulla spiega sulla capacità dell'impresa di tradurre tali margini in reali entrate. Così, ad esempio, se il margine operativo lordo di un'impresa fosse pari a €60.000, non potremmo certo associare tale margine ad una reale entrata di cassa, quanto piuttosto ad una potenziale entrata di cassa creata con la gestione caratteristica corrente. È noto infatti che il margine operativo lordo è dato dalla differenza tra fatturato e costi di gestione. Tale fatturato, durante l'anno in cui si è formato, ha già prodotto alcuni flussi in entrata per un ammontare pari al fatturato non diventato credito di gestione. Analogamente, i costi di gestione hanno prodotto flussi in uscita solo per la parte di costo che non è divenuta debito di gestione.

Da quanto evidenziato emerge che l'analisi contabile, da sola, non ci dà informazione sui flussi prodotti dall'impresa. Tuttavia, l'analisi dei flussi non può prescindere dall'analisi contabile. Nella sostanza, è attraverso il conto economico e le informazioni derivate dal confronto tra stati patrimoniali che è possibile calcolare i flussi. Ma da cosa dipendono i flussi di un'impresa? Potremmo dire, in generale, che i flussi possono essere prodotti da grandezze che tipicamente troviamo nel conto economico e nello stato patrimoniale. I flussi possono essere distinti in flussi in entrata e flussi in uscita. I flussi in entrata sono prodotti da ricavi di natura monetaria (es. fatturato, proventi finanziari, ecc.), diminuzione dei fabbisogni (cessione di immobilizzazioni, diminuzione del capitale di giro), aumenti delle fonti di capitale (apporti di mezzi propri, nuovo mutuo, ecc.). I flussi in uscita derivano invece da costi di natura monetaria (costi per l'acquisto delle merci, costo per l'acquisto dei servizi, ecc.), aumento dei fabbisogni (acquisto di un macchinario, allungamento del magazzino, ecc.), diminuzione delle fonti di finanziamento (rimborso rate mutuo, distribuzione dell'utile).

I flussi più importanti prodotti dall'impresa, sono quelli che derivano dalla gestione caratteristica corrente. Si parla, più precisamente di *cash flow gestionale*. Esso viene calcolato partendo dal fatturato che non è diventato credito di gestione al netto dei costi che non sono diventati debiti di gestione:

$$\text{Flussi in entrata} = \text{Ricavi di Gestione} - \Delta \text{Crediti di Gestione}$$

$$\text{Flussi in uscita} = \text{Costi di Gestione} - \Delta \text{Debiti di Gestione}$$

da cui si ha:

$$\text{Cash Flow Gestionale} = \text{Flussi in Entrata} - \text{Flussi in Uscita}$$

$$\text{Cash Flow Gestionale} = (\text{Ricavi di Gestione} - \Delta \text{Crediti di Gestione}) - (\text{Costi di Gestione} - \Delta \text{Debiti di Gestione})$$

$$\text{Cash Flow Gestionale} = (\text{Ricavi di Gestione} - \text{Costi di Gestione}) - (\Delta \text{Crediti di Gestione} - \Delta \text{Debiti di Gestione})$$

$$\text{Cash Flow Gestionale} = \text{MOL} - \Delta \text{CG}$$

Così, ad esempio, a parità di margini prodotti, un allungamento del ciclo monetario, diminuisce l'entità del *cash flow gestionale*. Se la variazione del capitale di giro si mostrasse in valore assoluto maggiore rispetto al margine operativo lordo, il *cash flow gestionale* risulterebbe addirittura negativo. In questo caso il *cash flow gestionale* rappresenterebbe un fabbisogno e non una fonte di finanziamento. Nella sostanza, pur in presenza di margini positivi, il ciclo monetario molto lungo (per effetto di un magazzino invenduto, crediti allungati, o scarsa forza contrattuale verso i fornitori), "brucia cassa" e rende necessario ulteriori finanziamenti per la copertura dei fabbisogni.

Seguono i flussi prodotti con gli investimenti (o disinvestimenti) in capitale fisso. Essi possono essere ottenuti considerando la differenza contabile tra il valore del capitale fisso dell'ultimo anno rispetto all'anno precedente (che come è noto risulta essere al netto dei fondi ammortamento), considerando, inoltre, gli ammortamenti dell'ultimo anno:

$$\Delta CF = CF_{T+1} - CF_T + \text{Ammortamenti}_{T+1}$$

Note le altre componenti economiche (ricavi e costi) di natura monetaria, atte a produrre flussi in entrata e/o in uscita (come gli interessi passivi, i proventi finanziari, le partite straordinarie, le imposte, ecc.), e gli eventuali rimborsi di mezzi propri o di terzi con piano di rientro, è possibile definire il fabbisogno extra gestione corrente

come somma tra flussi da capitale fisso, flussi da componenti economiche diverse dalla gestione caratteristica corrente, e rimborsi di capitale.

La parte di impieghi extra gestione corrente non coperti con il *cash flow* gestionale, viene finanziata o facendo ricorso ad aumenti di capitale proprio, oppure a capitale di terzi (con piano di rientro e/o a veloce rotazione).

Lo strumento tecnico utilizzato per l'analisi dei flussi viene definito rendiconto finanziario. Tale strumento può essere sia storico che prospettico. Nel primo caso i flussi analizzati sono i flussi storici che si sono prodotti nell'impresa nell'anno analizzato. Il rendiconto finanziario prospettico è, invece, un ottimo strumento per l'analisi dei flussi attesi, che richiede, tuttavia, una preventiva simulazione sulla futura dinamica della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica (bilancio simulato o previsionale). Nel prossimo paragrafo presenteremo un caso pratico di analisi dei flussi partendo da un bilancio storico.

2) Il Rendiconto Finanziario: un caso pratico".

Per comprendere meglio la differenza tra l'analisi contabile e l'analisi dei flussi, e la portata di questa innovazione riportiamo un esempio per spiegare come sia possibile costruire un rendiconto finanziario. Supponiamo di disporre di due bilanci (anno 2003 e 2004) dell'impresa "Alfa Srl" (di cui abbiamo già analizzato gli equilibri nel corso del precedente articolo). Lo stato patrimoniale nei due anni è il seguente:

STATO PATRIMONIALE (2003/2004) in migliaia di euro.

Attività	2003	2004	Passività	2003	2004
Immobilizzazioni	3000	4000	Patrimonio Netto	400	950
- materiali	2200	3300			
- immateriali	600	500	Passività Consolidate	2200	3000
- finanziarie	200	200	Fondo TFR	700	800
			Mutui	1500	2200
Attivo Corrente	1955	2155			
- Rimanenze	700	750	Passività Correnti	2355	2205
- Crediti v/clienti	1200	1350	Debiti v/fornitori	700	720
- Crediti v/altri	50	50	Debiti v/erario	100	70
- Liquidità	5	5	Debiti v/istituti di previdenza	40	40
			c/c passivo	515	315
			anticipi fatture/sbf	1000	1060
TOTALE ATTIVO	4955	6155	TOTALE PASSIVO	4955	6155

La situazione economica nei due esercizi è riportata di seguito:

CONTO ECONOMICO (2003/2004) in migliaia di euro.

	2003	2004
Fatturato	10000	10400
- Costo Materiali	5500	5720
- Costo Servizi	1900	1950
- Costo Lavoro	1700	1750
EBITDA (MOL)	900	980
- Ammortamenti	450	600
EBIT (MON)	450	380
- Oneri Finanziari	211	268
Utile Corrente	239	112
+/- Partite Straord.	10	-5
Risultato lordo	249	107
Imposte	129	56
Risultato di Bilancio	119	51

Dati i due bilanci è possibile ricostruire l'analisi dei flussi. Innanzitutto calcoliamo il Cash Flow Gestionale, ossia il flusso di cassa ottenuto con la gestione caratteristica. Si tratta in sostanza di quella parte del Margine Operativo Lordo che è già diventata liquida nel corso dell'anno. Esso si ottiene come differenza tra il MOL del 2004 e la variazione del Capitale di Giro intervenuta nel corso dei due esercizi.

RENDICONTO FINANZIARIO (A)

MOL	€ 980
- Variazione del Capitale di Giro	-€ 110
Cash Folw (MOL - Var. C.G.)	€ 870

Si tratta di un flusso in entrata in quanto positivo e rappresenta una fonte di autofinanziamento per l'impresa.

I flussi in uscita (fabbisogni) sono dati da costi monetari non di gestione, da aumenti degli impieghi e da diminuzioni delle fonti di finanziamento. Nel nostro caso essi sono dati da:

RENDICONTO FINANZIARIO (B)

Variazione Investimenti Fissi ($CF_{2004} - CF_{2003} + \text{Ammortam.}_{2004}$)	€ 1.600
Oneri finanziari	€ 268
Oneri straordinari	€ 5
Imposte	€ 56
Impieghi Extra Gest. Corrente	€ 1.929

Dal confronto tra la parte (A) e la parte (B) del rendiconto finanziario, risulta che l'impresa nel corso del 2004 ha creato fabbisogni per € 1.929 coperti solo per € 870 con il cash flow generato dalla gestione corrente. La differenza pari a €1.059 rappresenta un fabbisogno da coprire o con aumento di mezzi propri o con il ricorso al capitale di terzi. In particolare, nel nostro caso l'analisi delle fonti mostra che la parte del fabbisogno coperta con finanziamenti durevoli è pari a:

RENDICONTO FINANZIARIO (C)

Incremento Finanziamenti a m/l	€ 700
Incremento Mezzi Propri ($CP_{2004} - CP_{2003} - \text{Utile}_{2004}$)	€ 499
Tot Fin Durevoli	€ 1.199

Come si può osservare, le fonti di finanziamento durevoli eccedono il fabbisogno complessivo (€1.059); ciò consente all'impresa di rimborsare parte del fido che si riduce di 140 mila euro.

RENDICONTO FINANZIARIO (D)

Incremento Finanziamenti a b/t	-€ 140
Tot Fin. a breve	-€ 140

Dal confronto tra i due bilanci (2003 e 2004) si può osservare come la differenza tra Capitale di terzi a breve nei due anni è negativa e pari a – 140 mila euro (€1.375 – €1.515).

Si noti che l'importanza del rendiconto finanziario quale strumento di analisi dell'impresa è riconosciuta dagli stessi principi contabili internazionali (IAS), che rendono il rendiconto finanziario, assieme allo stato patrimoniale ed al conto economico, parte integrante del bilancio di esercizio.

Non solo. Tutti i processi di pianificazione finanziaria richiedono la conoscenza delle tecniche di analisi dei flussi dato che, è sulla base di esse, che si definiscono i piani finanziari per la copertura dei fabbisogni.

Nel prossimo lavoro approfondiremo le problematiche legate alla stesura dei business plan, quali strumenti di programmazione e di decisione, ma soprattutto come validi supporti per la consulenza all'impresa alla luce delle importanti novità introdotte dal Nuovo Accordo di Basilea 2.