

Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità

Guida all'analisi e alla pianificazione
finanziaria delle PMI attraverso
i flussi di liquidità

Furio Bartoli



FRANCOANGELI

Am - La prima collana di management in Italia

Testi advanced, approfonditi e originali, sulle esperienze più innovative in tutte le aree della consulenza manageriale, organizzativa, strategica, di marketing, di comunicazione, per la pubblica amministrazione, il non profit...

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Furio Bartoli

Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità

Guida all'analisi e alla pianificazione
finanziaria delle PMI attraverso
i flussi di liquidità



FRANCOANGELI

Furio Bartoli (Trieste, 1957), laureato in Ingegneria dei Sistemi presso il Politecnico di Milano, si occupa dal 1982 di consulenza direzionale, finalizzata alla progettazione ed allo sviluppo di sistemi di controllo strategico e direzionale presso aziende private ed enti della pubblica amministrazione. È stato ricercatore del CNR e consulente di direzione presso *Arthur Andersen Management Consulting*. Dal 1991 è amministratore e senior partner di *biosistemi consulenza di direzione & organizzazione* e responsabile dei progetti b.finance e 2BFINANCE. Collabora con *Italia Oggi*. Ha pubblicato:

- _ *Il controllo di gestione: dalla contabilità analitica al budget, dall'analisi di bilancio al sistema di reporting*, FrancoAngeli (2004);
- _ *Tecniche e strumenti per l'analisi economico-finanziaria. Piani, programmi e modelli economico-finanziari alla luce di Basilea 2*, FrancoAngeli (2006);
- _ *Mappe strategiche: come far crescere le imprese* (in collaborazione con Giuseppe Ossoli), (2007) Crespi Editore.

Per contattare l'autore: bartoli@biosistemi.com

Copyright © 2008 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

| | | |
|---|------|----|
| Introduzione | pag. | 11 |
| 1. L'analisi finanziaria | » | 13 |
| 1. Introduzione all'analisi finanziaria | » | 13 |
| 2. Logica economica e logica finanziaria | » | 15 |
| 3. La struttura patrimoniale | » | 18 |
| 3.1. Solidità | » | 26 |
| 3.2. Capitalizzazione | » | 27 |
| 3.3. Indebitamento | » | 28 |
| 3.4. Liquidità | » | 28 |
| 4. La dinamica economica | » | 30 |
| 4.1. Le aree economiche di gestione | » | 32 |
| 4.1.1. La gestione caratteristica | » | 33 |
| 4.1.2. La gestione accessoria | » | 33 |
| 4.1.3. La gestione finanziaria | » | 34 |
| 4.1.4. La gestione straordinaria | » | 34 |
| 4.1.5. La gestione fiscale | » | 35 |
| 4.2. I margini economici | » | 36 |
| 4.3. L'analisi della redditività | » | 38 |
| 5. I flussi finanziari | » | 41 |
| 6. Il rendiconto finanziario | » | 46 |
| 7. La nozione di liquidità | » | 50 |
| 7.1. Disponibilità liquide | » | 51 |
| 7.2. Disponibilità liquide equivalenti | » | 51 |
| 7.3. Liquidità netta | » | 52 |
| 8. I flussi monetari (flussi di liquidità) | » | 55 |
| 9. Principi contabili e riferimenti normativi | » | 56 |
| 9.1. Principi contabili nazionali | » | 58 |
| 9.1.1. Finalità del rendiconto finanziario | » | 58 |

| | | |
|--|------|-----|
| 9.1.2. Oggetto del rendiconto finanziario | pag. | 59 |
| 9.1.3. Forma del rendiconto finanziario | » | 60 |
| 9.1.4. Rendiconto finanziario in termini di liquidità | » | 61 |
| 9.2. Principi contabili internazionali | » | 62 |
| 9.2.1. Differenze tra principi contabili nazionali e internazionali | » | 63 |
| 2. Il modello dei flussi di liquidità | » | 65 |
| 1. La flessibilità degli strumenti analitici | » | 65 |
| 2. La riclassificazione “gestionale” | » | 65 |
| 2.1. La riclassificazione dell’attivo | » | 66 |
| 2.2. La riclassificazione del passivo | » | 68 |
| 2.3. Lo stato patrimoniale “gestionale” | » | 70 |
| 2.4. Le modalità di riclassificazione | » | 73 |
| 3. I flussi di liquidità elementari | » | 78 |
| 3. Il modello delle cinque aree | » | 84 |
| 1. Le cinque aree | » | 84 |
| 2. L’area della gestione caratteristica corrente | » | 86 |
| 2.1. L’autofinanziamento | » | 89 |
| 2.2. Il flusso di liquidità delle variazioni del capitale circolante commerciale | » | 96 |
| 2.3. Il flusso di liquidità della gestione caratteristica corrente | » | 103 |
| 2.4. Indicatori relativi al flusso di cassa operativo | » | 109 |
| 2.5. Il ciclo monetario | » | 112 |
| 2.6. Il ruolo dei fondi | » | 119 |
| 3. L’area degli investimenti e dei disinvestimenti | » | 123 |
| 3.1. La gestione delle plusvalenze e delle minusvalenze | » | 128 |
| 4. L’area dei finanziamenti e dei rimborsi | » | 130 |
| 5. L’area delle remunerazioni finanziarie | » | 132 |
| 6. L’area delle gestioni accessorie e straordinarie | » | 132 |
| 7. Il rendiconto finanziario | » | 133 |
| 8. Interpretazione del rendiconto finanziario | » | 135 |
| 8.1. Analisi delle fonti | » | 136 |
| 8.2. Analisi degli impieghi | » | 137 |
| 9. Il flusso di cassa disponibile (<i>free cash flow</i>) | » | 139 |

| | | |
|--|------|-----|
| 10. Il rendiconto finanziario secondo lo IAS 7 | pag. | 141 |
| 11. Mappe strategiche e dinamica finanziaria | » | 146 |
| 4. Caso aziendale | » | 153 |
| 1. Presentazione | » | 153 |
| 2. Il rendiconto finanziario secondo il modello delle 5 aree | » | 155 |
| 2.1. Autofinanziamento | » | 155 |
| 2.2. Flussi relativi alla variazione del CCNC | » | 158 |
| 2.3. Flussi della gestione caratteristica corrente | » | 160 |
| 2.4. Flussi delle attività di investimento/disinvestimento | » | 162 |
| 2.5. Flussi dei finanziamenti e dei rimborsi | » | 162 |
| 2.6. Flussi delle remunerazioni finanziarie | » | 163 |
| 2.7. Flussi delle gestioni straordinarie e accessorie | » | 163 |
| 2.8. Flusso di liquidità totale | » | 164 |
| 3. Il rendiconto finanziario secondo lo IAS 7 | » | 168 |
| Bibliografia | » | 169 |

Ai miei Genitori

Introduzione

Il sistema delle micro, piccole e medie imprese rappresenta la struttura portante del nostro sistema produttivo, in misura più rilevante che in altri paesi industrializzati. Alla riconosciuta capacità imprenditoriale delle PMI si contrappone, tuttavia, una certa carenza in termini di competenze manageriali, particolarmente sentita in materia di *finanza aziendale*, il più delle volte sconosciuta a imprenditori e dirigenti. Non a caso l'articolazione della funzione finanziaria ed il suo posizionamento all'interno dell'assetto organizzativo delle PMI appare spesso marginale. Raramente si incontra una funzione finanziaria chiaramente individuata e governata dalla figura di un effettivo responsabile finanziario; più spesso si assiste all'accentramento del controllo finanziario nella figura di un consigliere d'amministrazione, di un membro della famiglia proprietaria o dello stesso direttore generale, con un'atavica distorsione dell'ottica finanziaria limitata al controllo quotidiano della tesoreria. Ciò giustifica, in parte, alcuni profili di comportamento finanziario delle PMI, che presentano un ritardo evolutivo rispetto ai profili delle imprese straniere di eguale dimensione:

- scarso peso dell'indebitamento a medio-lungo termine (ed elevata esposizione a breve, con una massiccia incidenza dello scoperto di conto corrente);
- rapporti limitati con il sistema finanziario, sviluppati attorno ad un nocciolo duro di banche finanziatrici con cui mantenere un rapporto implicito di stabilità e non ingerenza;
- elevato turnover nei rapporti occasionali e marginali con altri istituti di credito (esasperando il fenomeno del pluriaffidamento bancario);
- scarsa conoscenza degli strumenti finanziari innovativi;
- elevata incidenza degli oneri finanziari (se raffrontata al risultato operativo o al flusso di cassa operativo);
- scarsa conoscenza delle tecniche di pianificazione e programmazione;

- confusione tra finanza d'impresa e finanza di famiglia;
- basso livello di capitalizzazione.

L'architettura civilistica dei nostri sistemi contabili, inoltre, focalizzando l'attenzione prevalentemente sulle dinamiche economiche e patrimoniali, non ha contribuito a sviluppare una mentalità finanziaria all'interno di molte micro, piccole e medie imprese.

In questo scenario nasce e si sviluppa il percorso metodologico proposto da questo volume che, attraverso l'analisi dei flussi finanziari, vuole fornire uno schema interpretativo della dinamica finanziaria d'impresa, superando l'approccio statico che caratterizza le seppur importanti analisi di bilancio per margini e per indici. Il rendiconto finanziario non viene presentato nella semplice prospettiva contabile e normativa, bensì quale strumento operativo, una vera e propria mappa analitica e decisionale, capace di rappresentare in un unico prospetto la dinamica economica, finanziaria e patrimoniale d'impresa, sia essa indagata su base storica, sia essa sviluppata in termini prospettici (non a caso, nel testo, il rendiconto verrà più semplicemente denominato *mappa dei flussi di liquidità*).

In effetti le metodologie di analisi, le tecniche di elaborazione e la capacità segnaletica delle diverse configurazioni di rendiconto finanziario presentate nel volume si sviluppano proprio attorno alla nozione di liquidità, dal momento che è proprio la liquidità che consente di tradurre in termini monetari un qualsiasi fatto aziendale. Questo ci permette di superare eventuali difficoltà interpretative legate alla metrica economico-patrimoniale propria dei nostri bilanci civilistici ed utilizzare il linguaggio più semplice e immediato dei flussi di cassa (tutte le operazioni aziendali vengono interpretate in termini di entrate e uscite di cassa e di banca). L'impostazione metodologica potrà quindi trovare applicazione sia nell'ambito di analisi finanziarie storiche, sia nell'ambito di analisi prospettiche, laddove il rendiconto finanziario (o, più correttamente, *budget finanziario*) diventa lo strumento cardine all'interno dei processi di pianificazione e programmazione.

Furio Bartoli

1. L'analisi finanziaria

1. Introduzione all'analisi finanziaria

Se le tradizionali tecniche di analisi di bilancio consentono di definire un quadro interpretativo essenzialmente statico circa lo stato di salute di un'impresa, i flussi finanziari ne permettono uno studio dinamico. E' soltanto la comprensione della dinamica finanziaria che ci permette di dare una risposta precisa ai seguenti interrogativi:

- qual è la dimensione dei flussi di liquidità complessivamente movimentati nel corso del periodo considerato?
- qual è stata la politica degli investimenti?
- qual è stato il fabbisogno finanziario complessivo?
- come si è provveduto alla sua copertura?
- in che misura l'impresa è riuscita ad autofinanziarsi, generando flussi di liquidità attraverso la gestione corrente?
- in che misura le diverse aree di gestione economica (caratteristica, accessoria, finanziaria, straordinaria e fiscale) hanno contribuito alla creazione o all'assorbimento di risorse finanziarie?
- in che misura ha inciso, in termini monetari, la variazione del capitale circolante?
- in che misura si è dovuto ricorrere a fonti finanziarie esterne?
- i flussi monetari generati dalla gestione corrente sono in grado di garantire la copertura del debito finanziario e dei relativi oneri?
- qual è il profilo di solvibilità ed il relativo *rating* bancario nella prospettiva di Basilea 2?
- quali sono state eventuali operazioni sul capitale?
- qual è stata la politica dei dividendi?

- la situazione finanziaria è coerente con la fase del ciclo di vita aziendale e tale da garantire l'accesso al mercato dei capitali?

Questi interrogativi nascono spontaneamente nella mente di chi si appresta ad interpretare le performance economico-finanziarie d'impresa partendo dalla lettura di un bilancio d'esercizio. Si comprende immediatamente che gli stessi quesiti risultano altrettanto e forse ancor più interessanti se coniugati al futuro, aprendo la porta di quel mondo affascinante rappresentato dalla pianificazione finanziaria. Va subito detto che l'impostazione civilistica del bilancio d'esercizio non ci consente di sviluppare immediatamente un quadro interpretativo della dinamica finanziaria aziendale; in pratica non ci consente di dare una risposta immediata ai quesiti che ci siamo posti. I principali prospetti di bilancio (stato patrimoniale e conto economico) evidenziano il *risultato economico* della gestione conseguito nel corso dell'esercizio considerato, ma non forniscono un'indicazione immediata del *risultato finanziario* (inteso come misura della capacità di generare flussi di liquidità attraverso la gestione). Ne consegue che, analizzando i dati di bilancio, un lettore non esperto potrebbe essere portato ad attribuire al risultato economico anche un significato finanziario. In realtà le due variabili hanno un significato profondamente diverso e non sono sempre allineate fra loro, pur esercitando il risultato reddituale un riflesso sul risultato finanziario complessivo (tab. 1).

Tab. 1 – Relazioni tra risultato economico e finanziario

| | | Risultato economico | |
|-----------------------|-----------------|---------------------|-----------------|
| | | Soddisfacente | Insoddisfacente |
| Risultato Finanziario | Soddisfacente | A | B |
| | Insoddisfacente | C | D |

Può capitare che i due risultati siano tra loro allineati. È il caso di un'impresa che si qualifica per la propria capacità di produrre sia reddito che liquidità (caso A), o di situazioni particolarmente critiche (caso D), dove una perdita di esercizio si accompagna ad una scarsa disponibilità di risorse monetarie. Per contro risultato economico e risultato finanziario possono seguire binari diversi. Ad esempio, la situazione B fa riferimento ad un'impresa che, pur in presenza di un risultato economico negativo, è in

grado di generare flussi di liquidità; è una situazione tipica dello stadio di maturità raggiunto, dove una contrazione delle vendite può accompagnarsi ad una contrazione del capitale circolante, con la conseguente generazione di rilevanti flussi di liquidità. Risultati divergenti, inoltre, possono riscontrarsi nei casi di sviluppo aziendale molto rapido (caso C), dove, pur in presenza di una elevata redditività, l'espansione del circolante si accompagna ad un significativo assorbimento di risorse monetarie. In pratica il conseguimento di un utile non garantisce necessariamente il conseguimento di condizioni di equilibrio finanziario. Il possibile disallineamento tra risultato economico e risultato finanziario è riconducibile al diverso significato assunto dalle due variabili e ai diversi principi posti alla base della loro determinazione.

All'interno del bilancio civilistico il *risultato economico* è sintetizzato dall'*utile (perdita) di esercizio*, che troviamo esposto sia nel conto economico che nello stato patrimoniale. Tale risultato scaturisce dalla differenza tra i ricavi conseguiti e i relativi costi sostenuti nel periodo amministrativo. Nel caso in cui i componenti positivi di reddito superano i componenti negativi si avrà un utile di esercizio; in caso contrario si avrà una perdita di esercizio. Non tutti i costi e ricavi vengono considerati per il calcolo del risultato economico; il risultato economico, infatti, si ottiene dalla contrapposizione tra i soli costi e ricavi di *competenza* dell'esercizio considerato, senza considerare la quota di costi e ricavi riferibili a esercizi passati o futuri.

Il *risultato finanziario*, per contro, viene determinato quale differenza tra i flussi di cassa positivi (entrate) e i flussi di cassa negativi (uscite) registrati nel corso dell'esercizio. Questi flussi monetari comportano una variazione nelle disponibilità liquide dell'impresa. Nell'ambito delle analisi economico-finanziarie il periodo di osservazione viene generalmente fatto coincidere con l'anno (esercizio amministrativo storico o prospettico), anche se è possibile sviluppare le analisi con riferimento ad intervalli temporali qualsiasi (semestre, trimestre, mese), purchè siano disponibili i supporti informativi ed i prospetti contabili di sintesi.

2. Logica economica e logica finanziaria

Abbiamo introdotto la profonda differenza tra la logica economica e la logica finanziaria. La logica economica inserisce nei prospetti di sintesi costi e ricavi di pertinenza economica del periodo di riferimento; la logica finanziaria (o monetaria) considera unicamente i flussi di liquidità in entrata e in uscita registrati nel corso dello stesso periodo, indipendentemente dal

momento in cui si è manifestato il fatto aziendale che li ha generati. Ma quali sono le ragioni che giustificano il disallineamento tra risultato economico e risultato finanziario?

A) Rilevanza monetaria dei componenti di reddito

Il primo problema deriva dal fatto che non tutti i componenti di reddito hanno, come conseguenza, una manifestazione monetaria (si è soliti affermare che non tutti i costi e i ricavi hanno un *riflesso monetario*). Al riguardo si pensi agli *ammortamenti*, a fronte dei quali l'impresa non sostiene alcun esborso monetario. In pratica, mentre i *costi e ricavi monetari* hanno o avranno come conseguenza la corresponsione o l'acquisizione di risorse monetarie, i *costi e ricavi non monetari* non danno origine ad alcun flusso di liquidità. A titolo di esempio si consideri l'acquisto di un cespite (fig. 1). Un investimento di mille euro (per il quale viene previsto un piano di ammortamento quinquennale) compare integralmente nello stato patrimoniale a partire dall'esercizio (T) in cui viene realizzato. Secondo competenza economica, gli esercizi ricompresi nel piano di ammortamento registreranno la quota di ammortamento quale componente negativo di reddito, senza che questo assuma alcuna rilevanza sotto il profilo monetario. Secondo la logica monetaria, infatti, l'acquisto dell'immobilizzazione assume una rilevanza solo nel momento del pagamento del prezzo di acquisto (nell'esempio sono previsti due pagamenti di pari importo nel corso dei primi due esercizi, cui corrispondono altrettanti flussi monetari in uscita).

| | T | T+1 | T+2 | T+3 | T+4 |
|-----------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| Stato patrimoniale | 1.000 (200) <hr/> = 800 | 800 (200) <hr/> = 600 | 600 (200) <hr/> = 400 | 400 (200) <hr/> = 200 | 200 (200) <hr/> = 0 |
| Conto economico (ammortamenti) | (200) | (200) | (200) | (200) | (200) |
| Flussi monetari | (500) | (500) | | | |

Fig. 1 – Risvolti patrimoniali, economici e finanziari di un investimento

B) Disallineamento temporale tra logica economica e logica monetaria

Un secondo ordine di problemi deriva dallo sfasamento temporale tra i cicli economici (correlati temporalmente alla manifestazione numeraria di costi e ricavi) e i cicli monetari (correlati alle corrispondenti entrate e uscite di cassa). Più semplicemente le *entrate* e le *uscite* di cassa differiscono temporalmente dai relativi *costi* e *ricavi*. Questo differimento temporale può far slittare il momento degli incassi/pagamenti al di fuori dal periodo di osservazione, all'interno del quale hanno avuto manifestazione numeraria i corrispondenti costi/ricavi.

C) Flussi di liquidità senza contropartita economica

Così come è possibile individuare componenti di reddito che non danno luogo a flussi di liquidità, allo stesso modo esistono flussi di liquidità che non hanno alcuna contropartita reddituale e, come tali, non transitano dal conto economico (si pensi ai flussi di cassa correlati alle operazioni di finanziamento e ai relativi rimborsi, alle operazioni sul capitale, alla distribuzione di dividendi, ecc.).

D) Processi di stima

Da ultimo vale la pena di ricordare che alla determinazione del risultato economico concorrono valori reddituali che scaturiscono da processi di stima (si pensi alla valorizzazione delle giacenze di magazzino o agli accantonamenti ai fondi rischi). Per contro i flussi di liquidità sono indipendenti da qualsiasi ipotesi, congettura o politica di bilancio e, come tali, sono da considerarsi valori certi e non discrezionali.

Si comprende come, ai fini dell'analisi finanziaria, sia necessario trasformare le informazioni contenute nei prospetti di bilancio (stato patrimoniale e conto economico) in dati significativi sotto il profilo finanziario. Si tratta, quindi, di passare dal *principio di competenza* al *principio dei flussi di liquidità* (o *principio di cassa*, secondo una terminologia più tradizionale). In altre parole si tratta di costruire un prospetto in grado di svolgere, sotto il profilo finanziario, lo stesso ruolo svolto dal conto economico sotto il profilo reddituale: il rendiconto finanziario. Vedremo, infatti, che il rendiconto finanziario rappresenta un insostituibile strumento operativo, una vera e propria mappa analitica e decisionale, capace di rappresentare in un unico prospetto la dinamica economica, finanziaria e patrimoniale d'impresa, sia essa indagata su base storica, sia essa sviluppata in termini prospettici (piani e programmi finanziari). Va subito precisato che gli elementi di giudizio desumibili dalla lettura del rendiconto finanziario, in ogni caso, non sostituiscono il contenuto informativo dello stato patrimoniale e

del conto economico, ma lo integrano e lo arricchiscono di *contenuti finanziari*. Anzi, è proprio dai tradizionali prospetti di bilancio che vengono sviluppate le metodologie di analisi finanziaria. In questa prospettiva risulta importante rivisitare in termini finanziari alcune nozioni relative allo schema patrimoniale ed economico del bilancio civilistico, sviluppando alcuni modelli di riclassificazione necessari per le fasi successive. Giova ricordare che l'analisi economico-finanziaria si propone di indagare la condizione di equilibrio generale d'impresa, quale risultato coordinato e sinergico di tre diverse condizioni di equilibrio:

- l'equilibrio economico, inteso come la capacità dell'impresa di creare valore economico tale da remunerare tutti i fattori produttivi, compreso il capitale;
- l'equilibrio finanziario, inteso come la capacità di rendere disponibili, tempestivamente e convenientemente, le risorse finanziarie richieste dalla gestione (con particolare riferimento alla capacità di generare flussi di cassa tali da remunerare il capitale di debito ed i relativi interessi);
- l'equilibrio patrimoniale, inteso come la capacità di garantire un bilanciamento coerente tra fonti (finanziamenti) e impieghi (investimenti), nonché una situazione di indebitamento sostenibile (rapporto tra capitale di debito e capitale di rischio).

3. La struttura patrimoniale

Il bilancio d'esercizio è un complesso di documenti contabili che fornisce un quadro complessivo della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica d'impresa; da questo punto di vista risulta uno strumento informativo di fondamentale importanza, dal momento che la maggior parte delle informazioni aziendali (storiche, attuali ed anche prospettiche) possono essere desunte o rielaborate a partire da una serie storica di bilanci. Il bilancio civilistico è disciplinato dal d.lgs. 127/1991, con il quale il legislatore ha introdotto una serie di modifiche al codice civile al fine di recepire la IV direttiva CEE in materia di bilancio: è costituito (art. 2423 e art. 2428 del codice civile) dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Ulteriori informazioni possono essere desunte da altri prospetti informativi: relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale (se esistente), relazione del soggetto incaricato della revisione contabile (se nominato), relazione tri/semestrale per le società quotate, ecc. Il bilancio