



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
in Economia
Aziendale
(Vecchio Ordinamento
ante D.M. 509/1999)

Tesi di Laurea

Gli strumenti dell'analisi finanziaria d'impresa

Innovazioni recenti nel
panorama italiano

Relatore

Ch. Prof.ssa Maria Silvia Avi

Laureando

Angelo Bortoli
Matricola 776845

Anno Accademico

2016 / 2017

Alla memoria di mia madre

INDICE

Abstractpag. 1

CAPITOLO 1.

INTRODUZIONE: IL PROBLEMA ECONOMICO-FINANZIARIO NELLE IMPRESE.....pag. 3

1.1 Economia e finanza dopo la Grande Recessione.....pag. 3

1.2 Economia aziendale e Finanza aziendalepag. 19

1.3 La rilevazione dei fatti aziendali: il sistema di bilanciopag. 34

CAPITOLO 2.

RECEPIMENTO IN ITALIA DELLA DIRETTIVA 2013/34/UE: EFFETTI SULL'ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA.....pag. 47

2.1 Applicabilità della disciplina e differenziazione dei bilancipag. 47

2.2 Principali modifiche allo Stato patrimonialepag. 59

2.2.1 *Adozione nuovo schema di Stato Patrimoniale*pag. 61

2.2.2 *Cancellazione dei costi di ricerca e pubblicità e modifica ammortamento immobilizzazioni immateriali*pag. 63

2.2.3 *Imprese sottoposte al controllo delle controllanti*pag. 65

2.2.4 *Gli strumenti finanziari derivati*pag. 68

2.2.5 *La riserva negativa acquisto azioni proprie*pag. 70

2.2.6 *Valutazione al costo ammortizzato di crediti e debiti e cancellazione di aggi e disaggi d'emissione*pag. 74

2.2.7 *Modifiche minori: conti d'ordine e valutazioni costanti*pag. 89

2.3 Principali modifiche al Conto economicopag. 91

2.4 Inserimento del Rendiconto finanziario nel sistema di bilanciopag. 108

2.4.1 *Critiche e limiti informativi del Rendiconto finanziario ex OIC 10*pag. 121

CAPITOLO 3.

PRINCIPALI SCHEMI CONTABILI E INDICATORI USATI NELL'ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIApag. 129

3.1 Ruolo e logiche dell'analisi economico-finanziaria di bilancio	pag. 129
3.2 Riclassificazione dello Stato patrimoniale seguendo il criterio finanziario	pag. 139
3.2.1 Grandezze notevoli: aggregati e quozienti	pag. 156
3.3 Riclassificazione dello Stato patrimoniale seguendo il criterio funzionale e grandezze relative	pag. 177
3.4 Riclassificazioni del Conto economico e grandezze relative	pag. 191
3.5 Il fabbisogno di finanziamento del capitale circolante netto operativo ed i diversi cicli aziendali	pag. 215
 CAPITOLO 4.	
I FLUSSI DI CASSA E IL RENDICONTO FINANZIARIO DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE.....	pag. 225
4.1 Fondi e flussi, analisi statiche e dinamiche	pag. 225
4.2 La determinazione dei flussi di cassa	pag. 242
4.3 Breve excursus storico del rendiconto finanziario	pag. 251
4.4 Modelli di redazione del rendiconto finanziario delle disponibilità liquide: soluzioni diverse a necessità omogenee	pag. 258
4.5 I quozienti che indagano l'equilibrio monetario della gestione	pag. 272
 CONCLUSIONI	pag. 279
BIBLIOGRAFIA	pag. 283
SITOGRAFIA	pag. 291

ABSTRACT

Il presente elaborato esplora i recenti aggiornamenti che hanno interessato la produzione dell'informativa esterna delle società di capitali italiane a seguito del recepimento in Italia della direttiva europea 2013/34/UE con la pubblicazione del Decreto Legislativo 18 agosto 2015 n. 139, il quale ha modificato in modo sostanziale la struttura, il contenuto e i principi di redazione del bilancio d'esercizio.

La prospettiva adottata è ristretta all'ambito della singola impresa, tralasciando il tema dei bilanci consolidati, e propone una descrizione delle conseguenze principali che tale riforma potrà avere a regime sull'attività di analisi economico-finanziaria delle aziende.

Nel primo capitolo, si espongono i principali lineamenti del periodo storico nel quale si colloca la riforma, in modo da individuarne i prodromi, e si richiamano i concetti fondamentali di Economia aziendale e analisi di bilancio che saranno sviluppati successivamente.

Nel secondo capitolo si affronta il tema delle innovazioni apportate alla normativa relativa alle imprese che non adottano gli standard contabili IAS/IFRS per la redazione dei rendiconti annuali, individuando l'ambito di applicabilità della nuova disciplina e le principali modifiche ed integrazioni inserite nel sistema del bilancio d'esercizio. Si tenterà di proporre una visione comparativa rispetto alla normativa previgente per evidenziare gli elementi caratterizzati da maggiore innovazione.

Successivamente, nel terzo capitolo si tracciano il ruolo e l'importanza dell'attività di analisi economico-finanziaria delle imprese e si passano in rassegna i più collaudati strumenti adoperati dagli analisti per conseguire un apprezzamento sulla gestione aziendale, diversificando l'ottica dell'analista organico all'impresa dalla prospettiva dell'analista esterno che si affida solamente alle informazioni di pubblico dominio. In particolare si presenteranno le tecniche di riclassificazione delle poste di bilancio e la costruzione di indicatori che aiutino a decifrare i diversi profili della gestione aziendale.

Nel capitolo conclusivo si pone l'accento sulla novità di maggior spessore e ritenuta foriera di sviluppi rilevanti in futuro. Verrà prestata una particolare attenzione al ruolo dell'analisi dei flussi di liquidità e del rendiconto finanziario che ne espone le variazioni, con un accenno alle nuove metriche che la sua adozione – obbligatoria per alcune tipologie d'impresa – potrà portare a diffusione tra le imprese italiane.

CAPITOLO 1

INTRODUZIONE: IL PROBLEMA ECONOMICO-FINANZIARIO NELLE IMPRESE

1.1 Economia e finanza dopo la Grande Recessione

I caratteri della competizione economica contemporanea così come si è sviluppata nella modernità, a partire dalla rivoluzione industriale della seconda metà del XVIII secolo, sono in continua evoluzione e soggetti a mutamenti sempre meno prevedibili per direzione, ampiezza e incidenza delle loro conseguenze sugli assetti socio-economici preesistenti. A tal proposito, si è potuto osservare una ciclica riproposizione di eventi che provocano scosse profonde e lacerano il tessuto dei sistemi economici e che impongono di conseguenza adattamenti radicali nelle aspettative e nelle decisioni di consumo e investimento degli attori economici che ne sono coinvolti.

Sono stati pertanto coniatati appellativi di forte carattere evocativo e altrettanto immediata presa presso la pubblica opinione per rappresentare questi eventi di portata così estesa da interessare aree economiche apparentemente molto distanti fra loro. Epiteti quali «Grande Depressione»¹ oppure «Black Monday»² sono entrati a far parte della *vulgata* internazionale per designare determinati periodi storici di forte contrazione della produzione aggregata, aumento della disoccupazione e, in ultima istanza, aumento della povertà dovuto alla perdita di reddito, oppure per denominare shock particolarmente virulenti, inaspettati e contagiosi a livello globale che hanno coinvolto i valori delle attività finanziarie e il loro grado di rischiosità percepita.

Nei primi anni del XXI secolo gli eventi del secondo tipo vengono denominati sempre più spesso «Cigni neri»;³ e sono dotati di alcune caratteristiche che li rendono peculiari:

¹ Con il termine *Grande Depressione* ci si riferisce al periodo di prolungata recessione internazionale degli anni Trenta del XX secolo, accompagnata dal calo dell'indice generale dei prezzi e da un consistente aumento del tasso di disoccupazione e il cui scoppio convenzionalmente si data a partire dal crollo della borsa di New York fra il 24 e il 29 ottobre 1929. Cfr. tra i numerosissimi contributi, O. Blanchard, *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna, 1998, p. 519-525 e J.K. Galbraith, *Storia della economia*, BUR, Milano, 2001, p. 216-233.

² Ci si riferisce al crollo generalizzato nei mercati borsistici internazionali intervenuto il 19 ottobre 1987.

³ N.N. Taleb, *Il Cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore, Milano, 2009.

- sono eventi isolati, altamente improbabili e per questo scarsamente prevedibili, nel senso che tutte le evidenze empiriche disponibili nella storia precedente portavano a corroborare l'idea che tali avvenimenti avessero una probabilità statistica infinitesimale di realizzarsi concretamente;
- sono portatori di conseguenze di magnitudo elevatissima, che impattano sugli individui, sui gruppi sociali e quindi sui sistemi socio-economici in forme e modi in precedenza sconosciuti;
- a prescindere dalle precedenti caratteristiche, in particolare la loro imprevedibilità *ex ante*, i soggetti tendono a costruire *ex post* delle giustificazioni e delle spiegazioni che razionalizzano l'evento improbabile accaduto e lo riportino nell'alveo delle possibilità razionalmente prevedibili.

L'autore Nassim N. Taleb, che ha coniato questo termine, riconduce le sue proprietà particolari alla fallacia del ragionamento umano in merito al contenuto della causalità e alle sue relazioni con il caso, ossia alla tentazione sempre presente nell'uomo di generalizzare o idealizzare gli andamenti apparentemente ricorrenti e di porli come assiomi nella costruzione di personali «teorie della complessità».⁴ Tali congetture vengono successivamente adoperate per interpretare il presente e prevedere il futuro impiegandole in modelli rappresentativi che necessariamente semplificano la realtà ma oltretutto si basano sovente su ipotesi di comportamento lineare dei fenomeni oppure su ipotesi di distribuzioni di frequenza gaussiane, in tal modo sopprimendo la varietà, la variabilità e l'indeterminazione che permeano i fenomeni osservati. La complessità e l'eccentricità lasciate ai margini sono però destinate a riaffiorare ciclicamente imponendo un ripensamento delle presunzioni su cui sono basate le congetture concernenti i fenomeni sociali.

Un recente esempio storico di questo ripensamento dei modelli con cui si costruisce la comprensione della realtà è fornito dall'ultima crisi che ha interessato i mercati finanziari contemporanei e che, pur sviluppandosi e contagiando in forme, intensità e tempistiche variegate i diversi mercati dei capitali mondiali, corre normalmente sotto la denominazione universalmente accolta di «Grande Recessione». Nonostante questo prolungato declino della produzione aggregata abbia avuto luogo con intensità e

⁴ M. Rispoli, *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, Bologna, 2002, p. 37.

tempistiche di contagio differenti da nazione a nazione e nonostante la ricerca accademica stia ancora dibattendo sul numero e sul peso delle varie concause associate alla sua nascita ed evoluzione, due aspetti sono apparsi subito come degni di nota:

1. il marcato aumento dell'importanza dei mercati finanziari, dei flussi di ricchezza da loro intercettati, degli intermediari del credito che vi partecipano e delle autorità regolatorie nazionali e internazionali che a vario titolo presiedono al loro funzionamento;
2. la connessione sistemica tra alto livello del debito pubblico e privato e rischio di esposizione di un'economia agli shock finanziari che, quand'anche nascano in un comparto marginale o specializzato del mercato dei capitali, possono velocemente propagarsi ad altri settori a causa delle intense relazioni reciproche.

In merito al primo punto, il peso crescente del settore finanziario e l'aumento della quota del reddito totale destinata ai soggetti che vi operano sono stati efficacemente descritti da Ronald Dore⁵ come aspetti di un processo di «finanziarizzazione». Di là dalle generalizzazioni tipiche di fenomeni complessi a rilevanza globale,⁶ la financiarizzazione dell'economia mondiale può essere colta attraverso una serie di cambiamenti strutturali intervenuti a partire dall'ultimo quarto del secolo scorso, i più rilevanti dei quali paiono i seguenti.

- Lo sviluppo dei mercati finanziari conseguente all'eliminazione negli Stati Uniti delle restrizioni normative risalenti all'epoca del New Deal di F.D. Roosevelt. Questa deregolamentazione (*deregulation*) del settore finanziario e in particolare della normativa bancaria, con l'abolizione del Glass-Steagall Act nel 1999, determinò fra le altre conseguenze: la possibilità concessa ai fondi pensione d'investire in titoli maggiormente rischiosi, ancorché nella cornice di una strategia di diversificazione; la nascita del mercato del *private equity* e di conseguenza dei *venture capitalist* e dei vari fondi di *buyout*, ovvero di tutta una serie di opzioni di finanziamento delle imprese nelle varie fasi della loro vita che si discostano dai normali strumenti offerti dal

⁵ R. Dore, *La financiarizzazione dell'economia globale*, in «Stato e Mercato», 2008, n. 84, p. 373-394.

⁶ Si pensi ad esempio alla quantità di significati e accezioni valoriali positive o negative connessa al termine «globalizzazione».

sistema bancario; la crescita del mercato degli strumenti finanziari derivati; la diffusione delle obbligazioni ad alto rischio (*junk bonds*).⁷

- L'aumento delle attività di intermediazione e loro maggiore complessità. L'incontro fra la domanda di capitali dei soggetti che intendono investire in beni e servizi o in altre attività di speculazione e l'offerta dei risparmiatori che ricercano una remunerazione ai redditi non consumati nel presente, si caratterizza viepiù da una complicazione tecnica crescente e da un ampliamento dei soggetti che intervengono nel mercato, i quali offrendo strumenti finanziari sempre più esotici, complicati e sempre meno comprensibili, si garantiscono laute retribuzioni per la loro consulenza e crescenti commissioni di negoziazione degli strumenti consigliati.⁸
- La rivendicazione dei diritti proprietari degli azionisti. Ha inizio un passaggio di potere dai manager tipici delle *public company*⁹ degli anni Cinquanta e Sessanta, i quali interpretavano istanze anche di tipo sociale collegate all'operato dell'impresa che amministravano (i.e. salari decenti, produzione di beni sicuri e affidabili, prezzi di vendita ragionevoli, contribuzione al progresso delle comunità locali, promozione dell'innovazione). Costoro erano maggiormente orientati al reinvestimento dei flussi di cassa e alla crescita dimensionale di medio-lungo periodo al contrario degli investitori in capitale azionario, tra cui anche i fondi pensione, e i rappresentanti dei loro interessi all'interno dei consigli di amministrazione. Si assiste perciò ad uno spostamento degli obiettivi di gestione verso gli interessi degli azionisti che premono per maggiori remunerazioni nel breve periodo,¹⁰ a scapito degli obiettivi degli altri stakeholder.¹¹

⁷ R.G. Rajan, L. Zingales, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino, 2008, p. 78-86.

⁸ Vale qui ricordare le politiche commerciali piuttosto incaute che gli istituti di credito italiani hanno mediamente seguito negli scorsi decenni durante il collocamento delle proprie obbligazioni ad una clientela con bassa propensione al rischio, facendo leva principalmente sulle asimmetrie informative presenti e sulla scarsa trasparenza.

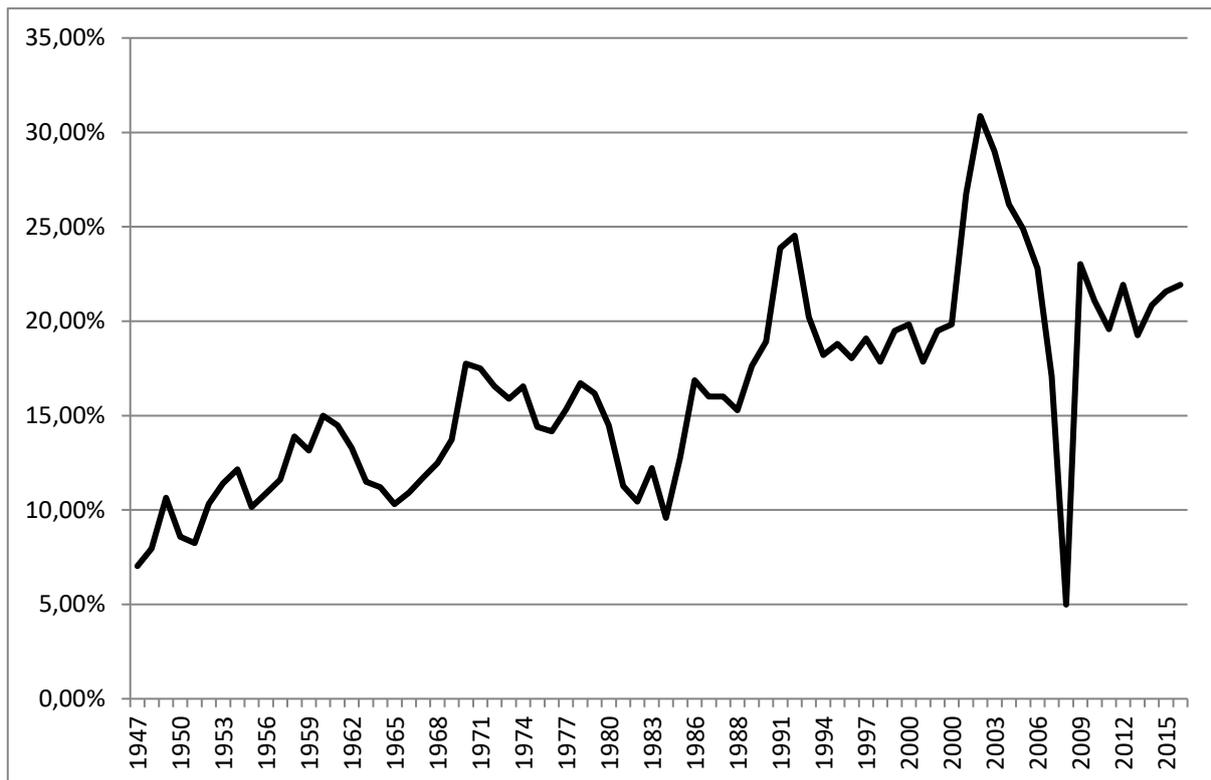
⁹ Con il termine *public company* s'intendono società ad azionariato diffuso, con molti soci titolari ognuno di un numero ridotto di azioni, nessun socio di riferimento in grado di esercitare un'influenza dominante e conseguente contendibilità del controllo societario. Il potere di controllo viene, di fatto, esercitato dal management della società.

¹⁰ R. Dore, *op. cit.*, p. 381, 383-385; R.G. Rajan, L. Zingales, *op. cit.*, p. 85.

¹¹ Il termine *stakeholder*, si riferisce ad una platea piuttosto ampia di soggetti, ovvero secondo il Rispoli (2002, cit., p. 28) a "individui che lavorano nell'impresa a vari livelli di responsabilità e potere di condizionamento (dai dirigenti a tutti gli altri), amministratori, possessori di quote del capitale, soggetto economico, rappresentanze sindacali, finanziatori (singoli individui o aziende) ecc. e che hanno degli

Nella Figura 1.1, che mostra il rapporto fra i profitti aziendali (in termini di *corporate profits*) del settore finanziario rispetto alla somma dei profitti ricavati dal totale delle imprese statunitensi,¹² si può notare come il reddito che negli Stati Uniti confluisce al settore finanziario sia in costante ascesa nei suoi valori medi a partire dal secondo dopoguerra e che nonostante la maggiore volatilità e la sua caduta durante l'apice della crisi finanziaria del 2007-2010, tale processo non si sia ancora arrestato.

Figura 1.1 - Profitti del settore finanziario su profitti totali. Anni 1947-2016



Fonte: Elaborazioni personali su dati BEA (Bureau of Economic Analysis: www.bea.gov).

In merito alla connessione sistemica fra alto debito, sensibilità agli shock finanziari e loro propagazione nel sistema finanziario internazionale¹³ occorre mostrare l'effetto che il ricorso a un'alta percentuale di debito per finanziare le proprie attività ha sulla solidità di un'azienda in caso di forte variazione del valore degli attivi di bilancio a seguito di un accadimento non previsto, ovvero non incluso nel processo di valutazione. Innanzitutto

interessi legittimi da difendere e un qualche potere di condizionamento delle decisioni che vi si prendono".

¹² U.S. Bureau of Economic Analysis, *Table 6.16. Corporate Profits by Industry*, <https://www.bea.gov> (ultimo accesso 13 agosto 2017).

¹³ O. Blanchard, *Macroeconomia: una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2014, p. 299-301.

si definisca leva finanziaria (*leverage*) il rapporto fra le attività impiegate e il capitale proprio dell'azienda, tale per cui:

- $$\text{leva finanziaria} = \frac{\text{attività}}{\text{capitale proprio}}$$

Si dia un'ipotetica situazione nella quale due aziende Alfa e Beta mostrino i seguenti valori patrimoniali in bilancio:

- Bilancio Alfa: Attività = 100; Passività = 25; Capitale = 75; Leva finanziaria= 1,33;
- Bilancio Beta: Attività = 100; Passività = 75; Capitale = 25; Leva finanziaria= 4.

Com'è possibile osservare, a parità di attivo di bilancio, l'azienda Beta opera con un *leverage* triplo rispetto a quello dell'azienda Alfa. Qualora uno shock di qualsivoglia origine diminuisse il valore delle attività di 25, la situazione delle due aziende sarebbe alquanto differente: Alfa conserverebbe ancora un capitale di 50 a fronte di un attivo di 75, portando la propria leva da 1,33 a 1,5 mentre Beta vedrebbe svanire tutto il capitale proprio, andando incontro allo stato d'insolvenza in mancanza di opportune ricapitalizzazioni. La stessa azienda Alfa, qualora avesse come obiettivo strutturale prioritario un determinato quoziente di leva, vedendo diminuire il capitale proprio e aspirando a ritornare al rapporto di leva precedente, potrebbe essere indotta a cedere sul mercato parte degli attivi per estinguere le passività eccedenti quel quoziente considerato ottimale. Nell'esempio di cui sopra, dovrebbe vendere attività e ridurre passività per un valore pari a 8,5 per ritornare al *leverage* precedente. Nel caso in cui il fenomeno appena descritto sia abbastanza diffuso si potrebbe riscontrare una vendita massiccia di asset successivamente ad una loro svalutazione con la conseguenza di generare un ulteriore deprezzamento del loro valore di mercato ed un'ulteriore tensione sui bilanci aziendali e la loro solidità. Assumendo inoltre che i mercati dei capitali siano fra loro interconnessi, uno shock che diminuisca fortemente il valore degli attivi di una serie di società e le costringesse a operazioni di ridimensionamento o alla liquidazione, avrebbe la conseguenza di contagiare la qualità degli attivi di tutti i creditori delle suddette società insolventi o con difficoltà patrimoniali. Ciò contribuirebbe ad aumentare un sentimento di sfiducia generalizzato nella qualità degli asset presenti nei bilanci aziendali, nel grado di solvibilità e in ultima analisi nel grado di rischiosità

percepita delle società conducendo ad una maggior riluttanza a concedere crediti a propri clienti. Qualora queste difficoltà interessassero l'attivo degli istituti di credito, la velocità di propagazione sarebbe ancora maggiore, giacché la prima funzione di questi istituti è di fornire capitali alle imprese e alle famiglie per le operazioni di consumo e investimento.

Ecco spiegato, in maniera senz'altro didascalica, il meccanismo di riduzione della leva finanziaria (*deleveraging*) e di stretta creditizia (*credit crunch*) che ha avuto diffusione nel sistema finanziario ed economico mondiale dopo lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*,¹⁴ in misura maggiore in quei paesi in cui l'utilizzo della leva finanziaria era stato più elevato. Il trasferimento del debito e dei rischi relativi dal settore privato a quello pubblico fu causato principalmente dall'aumento del numero dei salvataggi pubblici di istituti bancari privati; salvataggi o nazionalizzazioni che, dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers Holdings Inc. il 15 settembre 2008, si sono resi necessari per evitare ulteriori contagi a catena. A questi si associarono nel tempo aumenti della spesa pubblica e dei relativi deficit per finanziare misure che spingessero i consumi e gli investimenti e contrastassero il calo della domanda aggregata.¹⁵ L'aumento della percezione del rischio gravante sul debito ha poi contribuito, assieme ad altre concause politiche, allo scoppio della crisi dei debiti pubblici europei nel 2010-2011 che ha investito in modo molto violento l'Italia, proprio perché gravata da un debito pubblico all'epoca molto più elevato di tutti gli altri paesi europei. Il sistema bancario italiano è ancora oggi, a dieci anni dallo scoppio della bolla immobiliare e dei mutui *subprime*,¹⁶ alla ricerca di una via praticabile che possa riportarne la competitività ai livelli precedenti il 2007. In effetti, se l'elemento di fragilità dal lato dello Stato è costituito dal livello del debito pubblico italiano in rapporto al reddito prodotto (rapporto debito pubblico/PIL), l'ammontare dei crediti deteriorati ancora presenti nell'attivo degli istituti di credito, per i quali la riscossione alle condizioni prestabilite

¹⁴ I mutui *subprime* sono una tipologia di prestiti concessi negli Stati Uniti (in particolare per l'acquisto di immobili) a soggetti con basso merito di credito e ad alto rischio di non onorare le scadenze o di restituire il debito. Si veda in proposito <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>.

¹⁵ O. Blanchard, *op. cit.*, p. 308.

¹⁶ La manifestazione pubblica (ma non l'origine) della crisi dei *subprime* si fa convenzionalmente risalire al 9 agosto 2007 quando la banca BNP Paribas annunciò che tre fondi comuni d'investimento di sua proprietà, che investivano in titoli legati a mutui immobiliari, non erano in più grado di pagare i riscatti delle proprie quote ai sottoscrittori.

risulta incerta o difficoltosa, costituisce il fattore principale di debolezza delle banche italiane.

La particolare posizione che il sistema bancario occupa in economia è data dal fatto che le banche hanno per oggetto caratteristico le seguenti attività:¹⁷ emettere nuovi mezzi di pagamento utilizzati per gli scambi monetari, attraverso gli scoperti di conto corrente; intercettare il circuito dei pagamenti offrendo vari strumenti (assegni bancari e circolari, bonifici, giroconti, disposizioni di pagamento, carte di debito e carte di credito) e conseguentemente intercettare il circuito risparmio-investimento.

Il funzionamento del sistema economico, infatti, è contraddistinto dall'utilizzo della moneta, come "*bene accettato universalmente negli scambi*"¹⁸ fra gli attori economici, superando le difficoltà insite nel sistema di baratto e garantendo una unità di valore a cui rapportare i prezzi di tutti gli altri beni e servizi oggetto di scambio, oltre che costituire una modalità di tesaurizzazione della ricchezza che pone le basi per un suo utilizzo per gli scambi futuri. La possibilità di utilizzo della moneta come intermediario nelle transazioni commerciali, ha permesso di passare da processi di scambio diretto di beni a processi di scambio indiretto, ossia di scambi monetari,¹⁹ consentendo una semplificazione degli scambi stessi, a fronte del potere liberatorio nelle obbligazioni pecuniarie garantito dall'ordinamento giuridico. La funzione di mezzo di pagamento è essenziale in quegli scambi per contanti che utilizzano il circolante²⁰ e che pertanto non configurano rapporti di debito-credito fra i soggetti e in tal modo possono eludere la necessità di un rapporto fiduciario fra essi e dare immediata certezza alla transazione. Quando un soggetto, individuo o impresa, compie un pagamento in contanti, può ricorrere alle disponibilità di circolante direttamente in suo possesso o attraverso un ordine di pagamento impartito all'istituto bancario presso cui ha depositi in essere. Questo tipo di transazione coinvolge quella nozione di moneta detta "*narrow money*"²¹ o «moneta in senso stretto» misurata dalle banche centrali dall'aggregato monetario M1²²

¹⁷ P. Biffis, *Scambi monetari e attività bancaria*, in P. Biffis (a cura di), *Le operazioni e i servizi bancari*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 43-44.

¹⁸ G. Di Giorgio, *Economia e politica monetaria*, CEDAM, Padova, 2013, p. 3.

¹⁹ P. Biffis, *op. cit.*, p. 2 nota 3.

²⁰ P. Biffis, *op. cit.*, p. 4.

²¹ G. Di Giorgio, *op. cit.*, p. 15-16.

²² Y-Y. C. O'Brien, *Measurement of monetary aggregates across countries*, FEDS Working Paper No. 2007-02, www.federalreserve.gov, [Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.970263>].

e ne individua la componente più liquida e fruibile per i trasferimenti senza alcuna restrizione.²³

Le banche, inoltre, forniscono aperture di credito di conto corrente ai soggetti che non avessero diponibilità di circolante, e seppur questa forma di disponibilità di mezzi di pagamento sia utilizzabile per compiere scambi monetari, essa implica un rapporto diverso fra la banca e il cliente affidato: questi, da soggetto che movimenta i propri depositi versati presso l'istituto di credito, diventa un soggetto che utilizza risorse monetarie messe a disposizione dall'istituto in quantità e termini temporali prefissati dopo un processo di affidamento che ne valuti il merito di credito, ossia l'attitudine a ricevere o meno determinate somme giacché si ritiene possa restituirle.²⁴ Il grado di controllo che il cliente affidato ha sulle somme a sua disposizione derivanti dall'apertura di credito nei suoi confronti sarà necessariamente minore rispetto a quello del depositante sulle somme depositate. Egli rimarrà legato all'istituto di credito sino al rientro totale degli affidamenti concessi compresi gli interessi e le commissioni relative. Nel caso dei fidi a revoca, che spesso s'intendono a tempo indeterminato, il rientro dal fido può non essere prevedibile a priori da parte del debitore, diminuendo la relativa confidenza di poter usufruire delle somme messe a disposizione dall'istituto per la conclusione dei propri piani d'investimento. Proprio durante il periodo della Grande Recessione molti clienti di istituti di credito con merito di credito positivo sono stati costretti a rientrare dalla loro esposizione debitoria presso l'istituto, a causa del fenomeno di *deleveraging* tratteggiato in precedenza, causando quella stretta creditizia che ha interessato l'economia reale.

La rappresentazione dello scenario competitivo che le aziende di produzione per il mercato affrontano nell'ambiente contemporaneo non si esaurisce solamente menzionando la turbolenza che ha caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi decenni. I fenomeni che ricorrono più frequentemente nelle analisi sull'evoluzione del contesto competitivo sono, fra gli altri:

- la globalizzazione e la maggiore apertura del commercio mondiale,
- l'incessante evoluzione tecnologica,

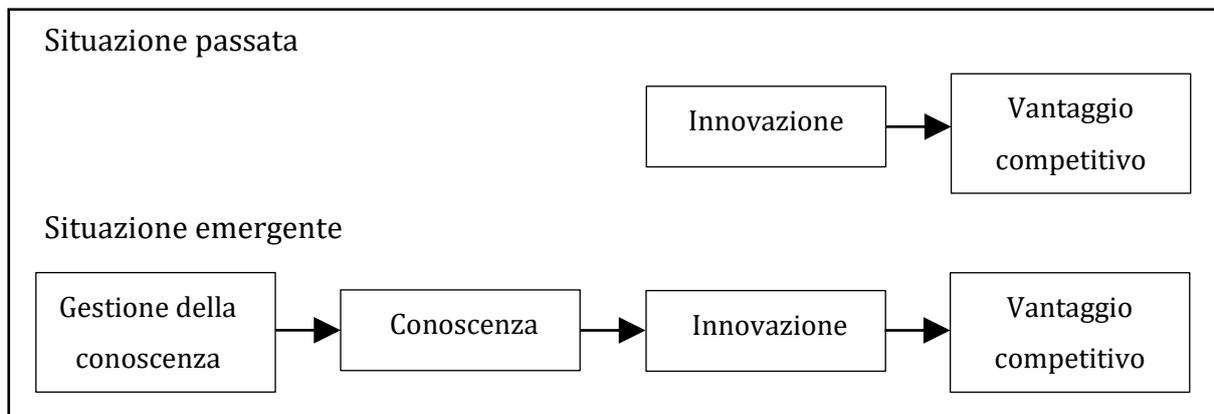
²³ O. Blanchard, *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna, 1998, p. 741-742.

²⁴ P. Biffis, *L'affidamento della clientela*, in P. Biffis (a cura di), *op. cit.*, p. 90 e ss.

- lo sviluppo di Internet delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (Information e Communication Technology, ICT),
- il comportamento del consumatore evoluto,
- la necessità di gestione della conoscenza organizzativa.

Riprendendo uno schema descritto da Volpato e Stocchetti²⁵ e visibile nella Figura 1.2, il ruolo centrale nella capacità di un'impresa di rimanere competitiva ossia di costruire con continuità posizioni sostenibili nel tempo di vantaggio competitivo rispetto ai propri concorrenti non è più occupato dall'innovazione – organizzativa, di prodotto, di processo, di significato attribuito al bene acquistato o all'atto di consumo – bensì dalla conoscenza e dalle sue modalità di creazione, accumulazione e gestione.²⁶ Mentre il consumatore finale richiede un maggiore contenuto innovativo all'interno dei prodotti che consuma per soddisfare i propri bisogni in modo sempre più vario e raffinato, l'azienda di produzione dev'essere capace di gestire una conoscenza che si crea in varie posizioni organizzative all'interno dell'impresa e nelle relazioni con le altre imprese con cui è in rete. Da quest'attività potranno derivare nuove conoscenze e innovazioni che possono sostenere il vantaggio competitivo.

Figura 1.2 - La gestione della conoscenza come leva competitiva emergente



Fonte: G. Volpato, A. Stocchetti (2007, p.22)

²⁵ G. Volpato, A. Stocchetti, *La competitività d'impresa in una prospettiva di knowledge management*, in G. Volpato (a cura di), *Il knowledge management come strumento di vantaggio competitivo. Un confronto intersettoriale*, Carocci, Roma, 2007, p 21-31.

²⁶ A tal proposito si vedano, fra gli altri: E. Rullani, *Economia della conoscenza. Creatività e valore nel capitalismo delle reti*, Carocci, Roma, 2004; D. Foray, *L'economia della conoscenza*, Il Mulino, Bologna, 2000; I. Nonaka, H. Takeuchi, *The knowledge-creating company. Creare le dinamiche dell'innovazione*, Guerini e associati, Milano, 1997.

L'impiego intensivo e sistematico della scienza nella produzione è da tempo considerato la causa e il motore del «capitalismo industriale» così come si è evoluto a partire dai paesi appartenenti alle tre aree maggiormente sviluppate (America del Nord, Europa Occidentale e Giappone),²⁷ e la conoscenza come fondamento della competitività delle imprese non veniva messa in discussione, ma il suo contenuto ha negli ultimi decenni avuto un significato riconducibile sempre di più al carattere sociale della sua creazione e moltiplicazione, spinto notevolmente dall'impatto che lo sviluppo dell'ICT hanno avuto sui metodi di produzione.

La nuova ondata di innovazioni tecnologiche con particolare rilievo nel campo dell'elettronica a partire dagli anni Settanta del Novecento e della conseguente creazione dei calcolatori elettronici e dell'industria dell'ICT, ha permesso il proliferare di reti di comunicazione sempre più pervasive e performanti ed estese a sempre maggiori strati di popolazione, dando la possibilità a produttori e consumatori di scambiarsi informazioni in modi sempre più immediati e con efficienza crescente. La nascita e il propagarsi di Internet e del World Wide Web, con il suo paradigma connessionista, ha intensificato l'aspetto sistemico dei processi economici e ha posto le basi per un ripensamento radicale non solo delle modalità di produzione e di consumo, ma anche dei precedenti modelli culturali e sociali, fornendo una piattaforma tecnologica affidabile e flessibile per collegare il mondo intero e renderlo sempre più globale. La riduzione delle barriere all'ingresso per taluni mercati, la possibilità di interagire con un bacino di clienti potenzialmente globale e attraverso una comunicazione biunivoca veicolata da Internet, ha modificato le caratteristiche della competizione nelle forme descritte in Tabella 1.3. Questa riporta le capacità fornite dal Web e il loro impatto sui processi interni all'impresa sui rapporti impresa-cliente.

Tabella 1.3 - Impatto di Internet e del World Wide Web

Capacità	Impatto
Diffusione globale delle informazioni	Commercializzare prodotti e servizi a grande distanza e a prescindere dal fuso orario
Integrazione	Siti web collegati ai database aziendali per fornire in tempo reale accesso a informazioni personalizzate
Personalizzazione di massa	Le aziende possono personalizzare prodotti e servizi per soddisfare esigenze particolari di un cliente

²⁷ M. Rispoli, *op.cit.*, 2002, p. 58.

Comunicazione interattiva	Le aziende possono comunicare con i clienti, migliorando la propria immagine in base alla prontezza nelle risposte
Collaborazione	Reparti diversi di un'azienda possono utilizzare il Web per collaborare fra loro
Supporto alle transazioni	Clienti e aziende possono fare business online senza l'intervento umano
Co-creazione	I clienti possono partecipare al processo di creazione dell'idea di prodotto, delle sue caratteristiche e differenziazioni

Fonte: Adattamento e ampliamento da J. Valacich et al. (2015, p.34)

Il fenomeno della globalizzazione, definibile sommariamente come *“integrazione delle economie di tutto il mondo, spinto dall’innovazione e dal progresso tecnologico”*²⁸ che si era interrotto con lo scoppio delle guerre mondiali e le tensioni post-belliche persistenti durante il XX secolo, ha pertanto intensificato i cambiamenti economici, sociali, tecnologici e culturali. La creazione di aree d’integrazione economica e valutaria (Eurozona, NAFTA, MERCOSUR) e l’aumento del numero di paesi aderenti alle istituzioni sovranazionali quali l’Organizzazione mondiale del commercio (*World Trade Organization, WTO*) che ha come scopo la progressiva armonizzazione degli standard commerciali e la diminuzione delle barriere alla circolazione dei fattori produttivi, hanno reso possibili combinazioni di produzione e distribuzione totalmente inedite in precedenza: le filiere ricombinate su scala globale.²⁹ Nonostante questo processo non sia sempre lineare e conosca in alcuni momenti storici delle spinte neo protezionistiche da parte di nazioni e settori industriali che faticano ad adattarsi alla nuova visione della concorrenza globale, il cambiamento di prospettiva ha spinto verso una ridefinizione delle catene di fornitura e delle filiere produttive e ha inciso sulla definizione del mercato di sbocco per l’offerta delle aziende di produzione.

Per quanto appena esposto, anche il comportamento dei consumatori finali nel corso degli ultimi decenni ha subito importanti mutamenti vedendo l’affermazione di alcuni caratteri che stressano in misura sempre maggiore la personalizzazione, il design di prodotto, la sostenibilità ambientale, lo sfumare della divisione fra bene e servizio (tanto da far ritenere poco utile a livello di analisi economica una separazione preventiva fra i due concetti),³⁰ la non convergenza delle preferenze di consumo e la differenziazione dei modelli culturali di consumo nonostante la presenza di prodotti di massa attrattivi a

²⁸ J. Valacich et al., *Tecnologie e innovazione nei mercati digitali*, Pearson Italia, Milano, 2015, p. 3.

²⁹ G. Volpato, A. Stocchetti, *op.cit.*, p 28-31.

³⁰ M. Rispoli, M. Tamma, *Beni e servizi, cioè prodotti*, in «Sinergie», n. 29, 1992, p. 95-113.

livello globale.³¹ Si affermano così nuovi modelli di creazione di valore per il cliente e altrettanto nuovi modelli di business che le imprese possono adottare per intercettare la domanda di nuovi prodotti.

Questo cambiamento di prospettiva che le aziende di produzione per il mercato affrontano a seguito dell'evoluzione delle caratteristiche del sistema economico e finanziario globale che fanno della turbolenza ambientale e della capacità dell'impresa moderna di adattarsi efficacemente ai mutamenti di scenario la variabile dominante su cui basare le proprie scelte strategiche, pone sempre più il fenomeno del cambiamento come attività economica a sé stante assieme all'affermarsi di un regime di innovazione permanente³² che distrugge con regolarità incessante le basi del successo in precedenza raggiunto.

Focalizzando l'attenzione sulle conseguenze di quanto esposto sull'economia di una singola impresa, non stupisce che l'accelerazione del cambiamento ambientale abbia portato in media alla riduzione del ciclo di vita dei prodotti e alla diminuzione del tempo a disposizione del management per il ritorno in forma liquida, attraverso i ricavi di vendita, dell'investimento sopportato per la creazione e realizzazione di una data combinazione produttiva. Se i risultati su cui si misura il successo di un'iniziativa imprenditoriale e su cui si valuta l'operato del management devono essere conseguiti in un orizzonte temporale più ristretto rispetto al passato, data la rinuncia alla stabilità ambientale come presupposto della propria azione, si pone la problematica di come questo mutamento possa influenzare i decisori aziendali nell'atto di redigere le previsioni di costo e ricavo e i piani finanziari e nell'atto di scegliere le fonti di finanziamento più adeguate.

Le decisioni riguardanti le opzioni strategiche da perseguire – in quali mercati entrare o uscire, con quali prodotti, utilizzando quali modalità di sviluppo – saranno influenzate dalla scarsa confidenza di poter usufruire di un intervallo temporale abbastanza ampio per implementare l'azione manageriale e raccoglierne i risultati da sottoporre a valutazione. Se si associa questa difficoltà alla pressione, accennata in precedenza, che il management riceve dai propri azionisti e investitori per una maggiore remunerazione nel breve periodo e quindi la focalizzazione sui flussi di cassa disponibili

³¹ G. Volpato, A. Stocchetti, *op.cit.*, p 26.

³² D. Foray, *op. cit.*, p. 49-54.

nell'immediato futuro per la distribuzione di dividendi o l'aumento del corso azionario tramite operazioni di riacquisto di azioni proprie sul mercato (i.e. operazioni di *buy-back*) oppure per ripagare prima possibile le linee di credito concesse, si scorgono tutte le criticità insite nell'azione di bilanciamento fra obiettivi di efficienza ed efficacia e fra livelli temporali di breve e medio-lungo termine.

Come riportato frequentemente da Bergamin Barbato nel suo trattato sul controllo di gestione, le due dinamiche (efficacia vs. efficienza e breve periodo vs. medio-lungo periodo) generano quattro spinte divergenti che abbisognano di un governo attento e costante da parte del management attraverso l'utilizzo di diverse strumentazioni di controllo (report, budget, piani finanziari, pianificazione strategica) riportate in un unico sistema che possa guidare al raggiungimento degli obiettivi strategici attraverso un percorso di conseguimento di obiettivi di breve (i.e. obiettivi di budget e bilanci consuntivi) e *“attraverso un approccio globale in grado di esprimere una filosofia di conduzione manageriale che orienti i risultati, adeguatamente e variamente formulati, responsabilizzando i manager al loro ottenimento”*.³³ Sta allora nella capacità di bilanciare queste quattro spinte e ricondurle a sintesi nell'azione manageriale quotidiana, la peculiarità delle aziende di maggiore successo nell'arena competitiva: puntare all'efficienza senza sacrificare l'efficacia; conseguire buoni risultati oggi ma che non siano a scapito del posizionamento strategico e delle possibilità di raggiungere nuovi traguardi un domani; creare una cultura che informi i vari livelli di decisione ed esecuzione e porti alla crescita delle persone e non solo dei risultati quantitativo-monetari.

Quando però l'accentuata variabilità ambientale, l'inasprimento della dinamica competitiva in taluni mercati e la miopia dei portatori di capitale proprio – figlia talora di una drastica diminuzione della loro propensione al rischio causata dal susseguirsi shock finanziari – schiaccia il sistema degli obiettivi verso la visione di breve periodo dei risultati aziendali, può ingenerarsi un fenomeno chiamato di *short-termism* definito anche come *“an excessive focus on short-term results at the expense of long-term interests”*³⁴. Questa condizione può portare il management all'attuazione di pratiche distruttive del valore di mercato dell'impresa e scoraggiare gli investimenti e i progetti

³³ M. Bergamin Barbato, *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, UTET, Torino, 1991, p. 44-45.

³⁴ http://lexicon.ft.com/Term?term=short_termism.

di creazione di valore a medio-lungo termine. Una recente pubblicazione della società di consulenza McKinsey³⁵ ha constatato attraverso dati provenienti da 615 società quotate statunitensi a grande e media capitalizzazione nel periodo 2001-2015 che le imprese che non si focalizzano solamente sullo short-term producono migliori risultati in termini di:

- ricavi medi (+47%), ottenuti fra l'altro con
- una volatilità minore (5,6% in confronto al 7,6% delle altre ditte);
- utili medi (+36%);
- *economic profit* medio (+81%);
- capitalizzazione media di mercato (+ 7 miliardi di dollari).

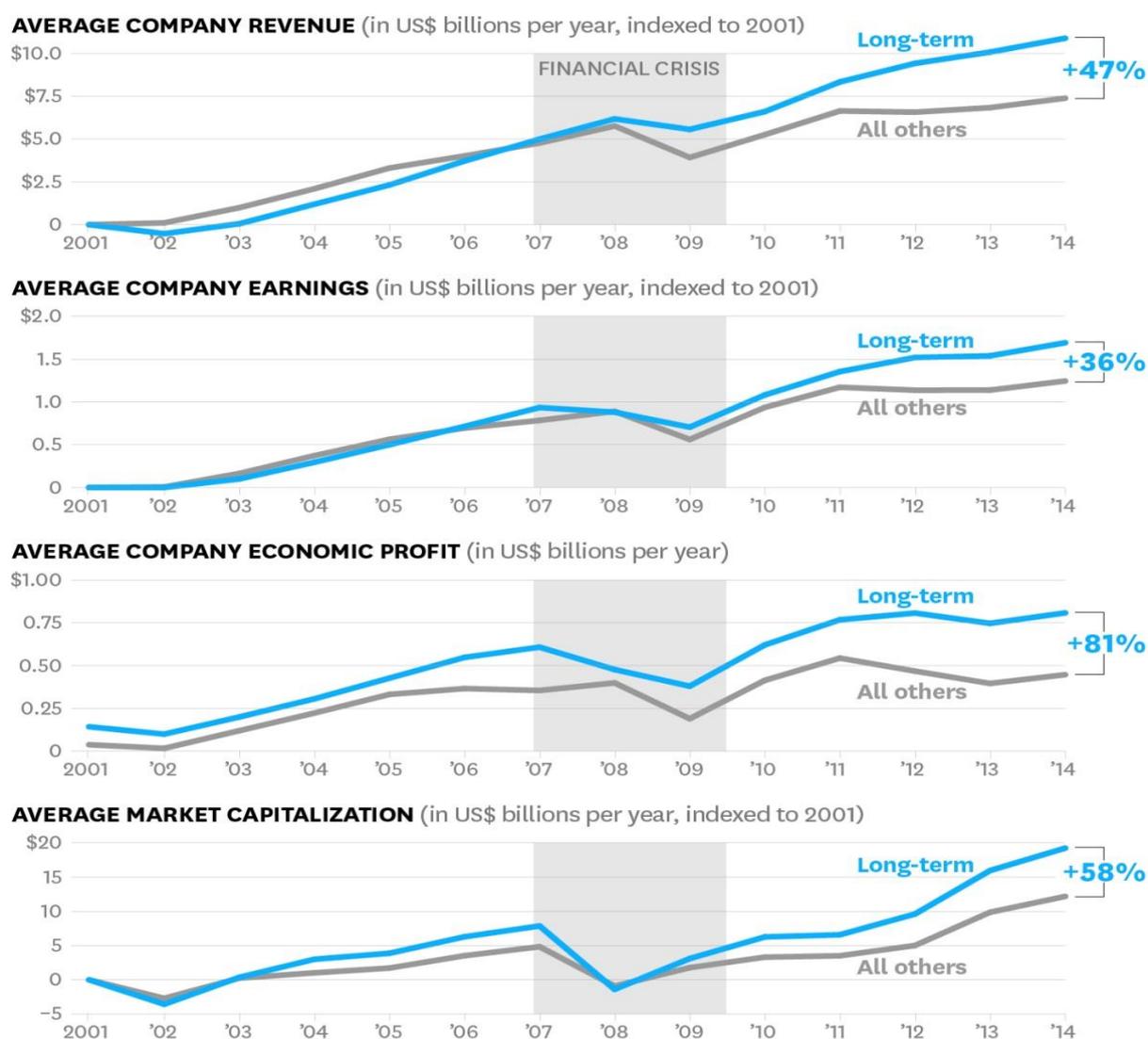
A questo si aggiunga come le società definite secondo la ricerca come “*long-term companies*” ossia guidate da obiettivi a medio-lungo termine, hanno continuato ad investire in attività di Ricerca e Sviluppo, considerate come indicatore per l'ottenimento di migliori innovazioni di prodotto e di processo in futuro, soprattutto durante il periodo della crisi (2007-2014) ad un tasso annualizzato dell'8,5% rispetto al 3,7% delle altre società incluse nella ricerca. Secondo gli autori ciò dimostra una maggiore lungimiranza e propensione all'ottenimento di migliori risultati economici futuri. Inoltre, le *long-term companies* hanno assunto un numero maggiore di persone nel periodo considerato, arrivando a un divario medio del numero degli addetti di poco meno di 12.000 unità nel 2015.

Nella Figura 1.4 si riportano i grafici che descrivono l'andamento delle metriche sopra evidenziate. *L'economic profit “is the difference between the revenue received from the sale of an output and the opportunity cost of the inputs used. In calculating economic profit, opportunity costs are deducted from revenues earned. Opportunity costs are the alternative returns foregone by using the chosen inputs, and as a result, a person can have a significant accounting profit with little to no economic profit”*.³⁶ La differenza tra questo e il reddito contabile (*accounting profit*) rinvenibile in bilancio sta nella considerazione al suo interno dei costi opportunità delle alternative non perseguite.

³⁵ D. Barton et al., *Measuring the economic impact of short-termism*, Discussion paper, McKinsey Global Institute, February 2017, disponibile su <http://www.mckinsey.com/mgi>.

³⁶ <http://www.investopedia.com/terms/e/economicprofit.asp>.

Figura 1.4 – Confronto dei fondamentali fra *long-term* e *short-term companies*



Fonte: D. Barton et al., *Measuring the economic impact of short-termism*,
McKinsey Global Institute, February 2017

Le argomentazioni fin qui esposte tratteggiano un ambiente economico-finanziario contemporaneo in cui hanno particolare rilievo la turbolenza e il carattere sistemico dei mutamenti che vi avvengono, la complessità delle interrelazioni fra i fenomeni, la flessibilità e la velocità di adattamento delle aziende come risposta ai cambiamenti nella competizione. Appare con ciò evidente la necessità di monitorare in modo consapevole il quadro della gestione aziendale tenendo in particolare considerazione il fattore tempo nella valutazione dei risultati economici e finanziari, non solo come vincolo o come condizione di produzione, ma altresì come dimensione di apprezzamento della propria opera.

1.2 Economia aziendale e Finanza aziendale

All'interno della cornice storicamente determinata esposta nel precedente paragrafo, si passa ora a considerare come le imprese, definite istituti sociali specializzati³⁷ che hanno come causa della loro genesi, giustificazione sociale della loro esistenza e occupazione principale l'attività di produzione di beni e servizi da scambiare in un mercato conseguendo un profitto, interpretano il loro rapporto dialettico con l'ambiente nella loro ricerca di perdurare in esso alle migliori condizioni possibili.

L'attività economica degli individui e delle loro associazioni che si denominano istituti in quanto organizzati secondo regole tendenzialmente stabili, viene conseguita utilizzando i beni economici, individuati da quelle *“merci e servizi utili per il soddisfacimento dei bisogni delle persone e scarsi rispetto alle esigenze espresse dalle persone”*.³⁸ Essa si attua per il conseguimento di varie finalità anche extra economiche ma che, nel caso dell'istituto-impresa riguarda la remunerazione (monetaria e non) di tutti i fattori e le condizioni produttive che sono stati utilizzati nei processi di produzione.³⁹ Questo può essere definito il bisogno immediato e primario che attraverso la loro azione tentano di soddisfare al meglio. In particolare, la remunerazione è diretta alle due categorie di interessi che hanno un potere d'indirizzo rilevante e diretto nel sistema decisionale e che si distinguono per questo dagli altri portatori d'interessi legittimi (stakeholder):

- il lavoro prestato dalle persone che partecipano a vario titolo e con diverse funzioni alla vita dell'istituto impresa;
- il capitale conferito dai soggetti che hanno destinato i propri risparmi, la parte cioè del reddito non consumata, alla combinazione produttiva attuata dall'impresa.

Il tempo consumato nei processi produttivi di valore economico e che come gli altri due fattori sopra individuati è di regola scarso e sicuramente sempre passibile di utilizzi alternativi, non viene remunerato in maniera diretta ma ne viene remunerata la

³⁷ Sul concetto di *“specializzazione economica”*, ossia sull'attitudine ad occuparsi di specifiche attività economiche di produzione, distribuzione e consumo congiunta al possesso di peculiari competenze distinte al riguardo, si veda: G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 32-38.

³⁸ *Idem*, p. 16.

³⁹ *Idem*, p. 45.

disponibilità durante le cessioni di utilità dei vari input, rapportandole così ad un determinato intervallo temporale.⁴⁰ S'intende qui ribadire che, costituendo la dimensione temporale una delle grandezze quantitative adoperate per descrivere e interpretare i processi economici, a essa si rapportano le remunerazioni riferite ai fattori summenzionati. D'altra parte i soggetti operano individualmente o a maggiore ragione associandosi in istituti per soddisfare i propri bisogni nel tempo. Per questo la durabilità è caratteristica pregnante per questo tipo di formazioni sociali che mirano a continuare la propria opera nel tempo, adattandosi alla variabilità dell'ambiente in cui agiscono. In questo senso, l'intensa attenzione da sempre rivolta alla dimensione economica dell'istituto-impresa⁴¹ oltre ad essere strumentale alla sua durabilità, ha anche la funzione di garantire l'autonomia dell'impresa da interventi eterodiretti che avrebbero manifestazione nel periodico e imprescindibile apporto di risorse provenienti appunto dall'esterno dell'istituto.

In questo senso, per continuare autonomamente nel tempo la propria azione, è condizione necessaria la creazione di nuova ricchezza in misura almeno superiore a quella impiegata nelle combinazioni produttive attivate per poter in seguito distribuirne l'eccedenza in parte ai portatori di capitale e lavoro e in parte al reimpiego interno per lo sviluppo dell'impresa stessa. Essa pertanto mira alla costituzione, per lo meno in un arco temporale medio-lungo, del *"rapporto più conveniente e adeguato fra un sistema di costi e un sistema di ricavi, cioè tra l'insieme dei valori economici che esprimono in termini quantitativi gli investimenti attuati nei vari fattori aziendali e il complesso di valori relativi alle vendite di beni e servizi"*⁴² differenziandosi rispetto alle altre classi d'istituti per questo motivo denominati *non-profit*.

La propensione teleologica al profitto che qui s'intende è lievemente difforme da quell'assioma di massimizzazione del profitto direttamente discendente dalla dottrina microeconomica, la quale pur raccomanda di considerare i costi di tutti i fattori produttivi utilizzati come input valutati in termini di costi opportunità.⁴³ Innanzitutto il

⁴⁰ In proposito Rosella Ferraris Franceschi, in E. Cavalieri (a cura di), *Appunti di Economia aziendale*, Edizioni Kappa, Roma, 1995, p. 39-40: "Il *tempo* (corsivo dell'autore) è un elemento determinante per distinguere le attività aziendali rispetto a quelle produttive generiche svolte in campo economico [...] In effetti, l'azienda, una volta istituita, è destinata a durare, essa rappresenta una fonte di produzione di ricchezza che solo nel tempo trova il modo di esprimere le sue possibilità".

⁴¹ Ovverosia alla sua «azienda» che abbiamo anche specificato «di produzione per il mercato».

⁴² R. Ferraris Franceschi, *op.cit.*, p. 60.

⁴³ Si veda, fra gli altri, H.R. Varian, *Microeconomia*, Cafoscarina, Venezia, 1998 (4 ed.), pp. 303 e ss.

concetto microeconomico di profitto è utilizzato per definire il comportamento delle imprese in relazione alla funzione di produzione che le contraddistingue ed è strumentale alla costruzione di modelli di equilibrio che garantiscano la determinazione delle quantità e dei prezzi scambiati in un dato mercato. In secondo luogo, l'utilizzo del criterio della massimizzazione del profitto possiede una caratterizzazione troppo vaga per costituire un riferimento operativo solido per l'azione dei soggetti con responsabilità decisionali. Ad esso andrebbe di primo acchito associato un riferimento temporale ampio, per non ricadere nel fenomeno dello *short-termism* visto in precedenza. Quantunque utilizzato in un'ottica di medio-lungo andare, da solo non può svolgere la funzione di orientamento strategico o suggerire con quali modalità l'impresa si debba rapportare agli eventi ambientali e tradurre detto rapporto in decisioni puntuali riguardanti obiettivi di mercato, efficienza e flessibilità operativa o livello di qualità di prodotto da raggiungere. Così genericamente definito, al profitto rimane la sola funzione di parametro o "*come un metaobiettivo tanto generico quanto generale e permanente nell'impresa*" che risulterebbe utile nel solo caso in cui la decisione fosse tra alternative identiche in tutti gli elementi fuorché il costo: qui la massimizzazione del profitto imporrebbe necessariamente la scelta dell'alternativa dal costo minore.⁴⁴ Quindi il solo profitto inteso come prevalenza della somma dei ricavi rispetto alla somma dei costi, può fornire solamente una dimensione di quel principio di economicità che costituisce la regola di condotta di ordine superiore nelle aziende, particolarmente importante nelle aziende di produzione per il mercato che fanno della creazione di ricchezza il parametro del loro successo.

Tenuto conto delle remunerazioni da distribuire ai portatori di capitale e lavoro, il profitto così definito si può sovrapporre al concetto di equilibrio reddituale⁴⁵ in quanto il reddito consiste in quella differenza, espressa in moneta, fra componenti economiche positive e componenti economiche negative che consente un primo apprezzamento della gestione d'azienda. Strettamente collegate alla valutazione dell'equilibrio economico-reddituale, si possono associare le valutazioni sull'efficacia ed efficienza con cui la gestione è stata svolta ovvero rispettivamente, in estrema sintesi, sulla capacità

⁴⁴ G. Volpato, *Concorrenza, impresa, strategie*, Il Mulino, Bologna, 1995 (2 ed.), p. 351.

⁴⁵ G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *op. cit.*, p. 181-186.

dell'impresa di conseguire gli obiettivi particolari che si è data in un determinato periodo e la loro congruità e sul rapporto fra risorse utilizzate e risultati conseguiti.

Il concetto di economicità, che s'integra nelle aziende alla durabilità e all'autonomia per formare una triade di caratteri che s'influenzano e si reggono reciprocamente,⁴⁶ associa alla soddisfazione dell'equilibrio reddituale, il raggiungimento di due ulteriori condizioni di equilibrio, attinenti ai valori finanziari: ⁴⁷

- l'equilibrio patrimoniale, o equilibrio finanziario strutturale, così definito poiché attesta la capacità di mantenere una quantità di ricchezza libera da obbligazioni verso terzi (c.d. patrimonio netto) che sia congruente con l'azione di perseguimento dei fini istituzionali. Visto in termini di struttura finanziaria dell'azienda, l'equilibrio patrimoniale implica un bilanciamento in un dato istante (visione statica) fra gli impieghi e le fonti di finanziamento reperite;
- l'equilibrio monetario, o equilibrio finanziario dinamico, che prevede la corrispondenza, all'interno di un periodo temporale di riferimento (da qui la visione dinamica), fra uscite ed entrate di mezzi monetari originate da scambi con i terzi.

L'impresa, accanto alla ricerca di un margine di profitto positivo fra ricavi e costi che le consenta di ripristinare la parte di ricchezza impiegata nei fattori di produzione a loro volta consumati nei processi produttivi, durante la sua vita dovrà sorvegliare i corrispettivi mutamenti che investimenti e disinvestimenti causano alla propria struttura patrimoniale, intesa come composizione delle fonti e degli impieghi. Allo stesso tempo dovrà vigilare il susseguirsi delle scadenze dei pagamenti e delle riscossioni per scongiurare situazioni di mancanza di mezzi monetari sufficienti ad adempiere alle obbligazioni contratte e provocare così gravi problemi alla prosecuzione dell'attività. Si ricorda come una scarsa attenzione alla gestione dei mezzi di pagamento a disposizione possa ingenerare anche solo temporaneamente delle crisi per mancanza di liquidità che possono avere diverse ricadute sull'efficacia della gestione. Queste spaziano dal danno d'immagine, alla diminuzione del merito di credito presso i propri fornitori, dalla diminuzione delle dilazioni sui debiti di fornitura, al caricamento di interessi maggiori

⁴⁶ *Idem*, p. 176.

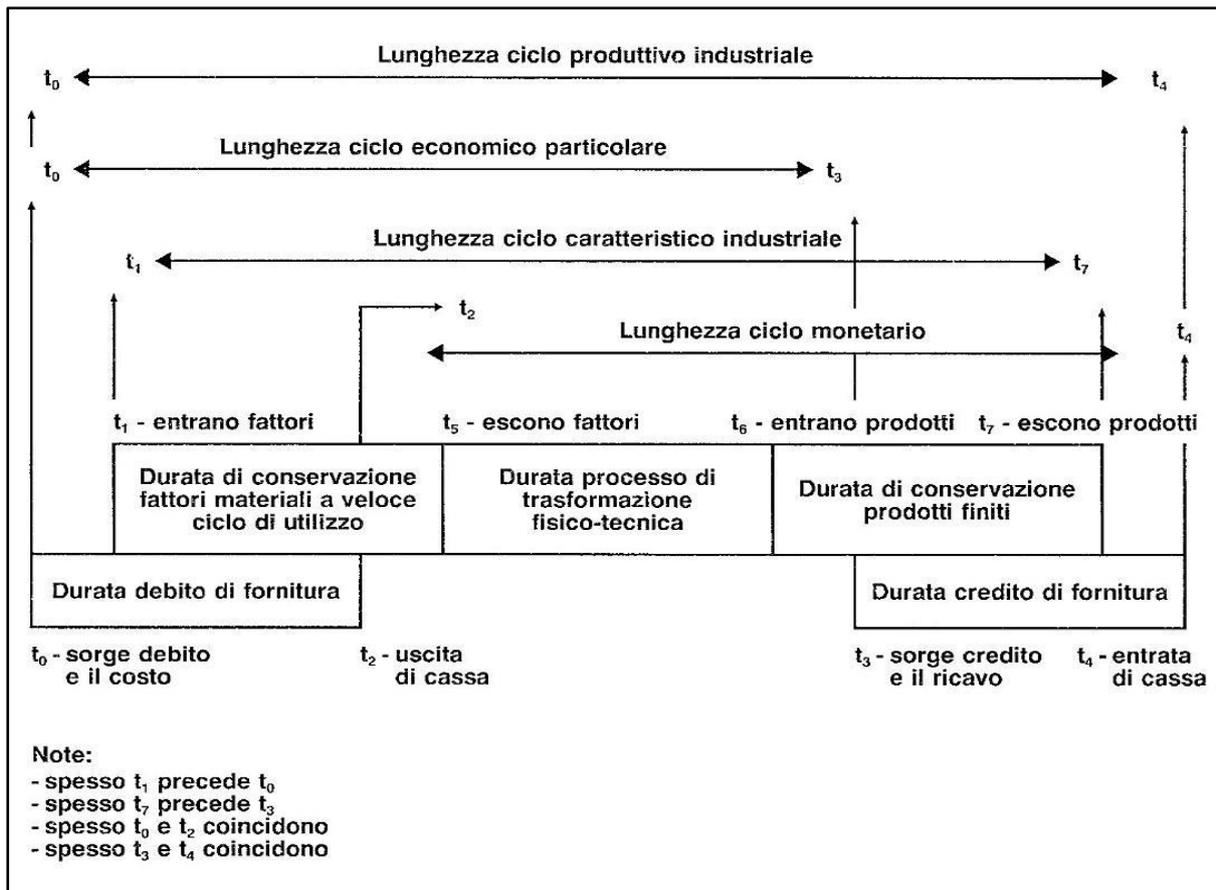
⁴⁷ U. Sòstero, *L'economicità*, in E. Santesso (a cura di), *Lezioni di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 236 e ss.

sulle somme ricevute a prestito, con conseguenze che nei casi più gravi possono arrivare alla dichiarazione dello stato di insolvenza e alla chiusura dell'attività. Si nota perciò l'importanza di definire in sede di programmazione il fabbisogno finanziario e di coprirne gli importi valutando quali mezzi di pagamento saranno disponibili, in quali epoche temporali e con quale probabilità e, se necessario, attingere a nuove fonti di finanziamento per affrontare le eventuali insufficienze. Queste fonti potranno provenire sia da nuovi apporti dei soggetti conferenti capitale di rischio, in conto capitale o in conto esercizio, sia dalla negoziazione di nuove linee di credito con soggetti conferenti capitale di debito. Un'attenzione particolare riveste la previsione dei flussi monetari disponibili dall'attività di realizzazione e vendita dei prodotti che costituisce il *core business* dell'impresa e che denomineremo «caratteristica». A questa previsione si assoceranno quelle concernenti i mezzi che provengono da eventuali attività accessorie al *business* principale e la revisione dei piani di investimento o disinvestimento inerenti ai beni strumentali. Una volta fissati i fabbisogni e le coperture di queste tre aree, alla funzione finanziaria si dà conseguentemente il compito di definire il mix di fonti più adatto in relazione alla struttura finanziaria (statica) dell'impresa, alle condizioni presenti sui mercati dei capitali e al grado di realizzabilità tecnica delle diverse soluzioni percorribili.

Le radici della necessità di presidiare le tempistiche con cui si rendono disponibili i mezzi di pagamento si devono ricercare nella mancanza di sincronia fra i vari cicli aziendali, in altre parole nella differenza che si può riscontrare in ogni impresa tra i momenti in cui si sostengono i costi, si ricevono le materie prime (o le merci per le imprese commerciali), si pagano le fatture d'acquisto, si procede alla trasformazione tecnico-economica (o all'erogazione del servizio), si scambiano i prodotti sul mercato conseguendo i ricavi relativi, si spediscono i prodotti o le merci (in caso d'invio differito) e si riceve il pagamento del bene ceduto o della prestazione erogata. Ognuno di questi momenti può manifestarsi in sovrapposizione con altri o in epoche diverse, in accordo con il peculiare sistema dei processi aziendali e con le tipicità e stagionalità del settore industriale cui l'impresa fa riferimento.

In Figura 1.5 si riporta uno schema esemplificativo di un processo sequenziale tipico di un'impresa industriale, che produce per il magazzino e che può subire molteplici variazioni secondo le differenti possibilità con cui si distribuiscono nel tempo gli accadimenti.

Figura 1.5 – Modello di processo produttivo sequenziale di un'impresa industriale



Fonte: P. Mella (1996, p. 42)

All'interno dello schema si possono riconoscere i diversi cicli che caratterizzano la normale attività aziendale:

- Il ciclo caratteristico industriale, si svolge partendo dall'entrata del fattore nel magazzino materie prime, prosegue durante il processo di trasformazione e termina con l'uscita del prodotto finito dalla disponibilità materiale dell'impresa giacché inviato al cliente. Al suo interno, si possono notare perciò tre diversi sotto cicli: il ciclo di giacenza delle materie prime; il ciclo tecnico *tout court* che occupa il periodo di trasformazione fisico-tecnica; il ciclo di giacenza dei prodotti finiti.
- Il ciclo economico (particolare perché riferito a un lotto o una singola combinazione produttiva) inizia nel momento in cui si registra il costo per l'acquisizione del fattore produttivo e termina con la registrazione del ricavo di vendita del prodotto finito. Il sorgere di costi e ricavi nel sistema informativo aziendale e di conseguenza nell'economia dell'impresa si fa coincidere con la registrazione contabile degli stessi

nel momento di ricezione o emissione della fattura relativa, secondo le regole del sistema contabile adottato in Italia.⁴⁸ In alternativa, si possono seguire i principi generali affermati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) nel documento OIC n. 11 del 30 maggio 2005.⁴⁹

- Il ciclo monetario inizia con l'uscita di cassa connessa al pagamento al fornitore del fattore acquisito e termina con la riscossione dell'entrata concernente il ricavo di vendita del prodotto dal cliente. Nella Figura 1.5 si assume convenzionalmente che pagamento e riscossione avvengano dopo la rilevazione del costo o del ricavo, facendo sorgere un debito e un credito di fornitura (cc.dd. «di funzionamento» per distinguerli dai rapporti di finanziamento).
- Il ciclo produttivo (industriale) è l'unione dei cicli suesposti e copre tutto lo svolgersi ideale del processo di produzione di ricchezza e di movimentazione finanziaria.

Nello schema evidenziato in Figura 1.5, si possono già individuare alcune asincronie dei cicli aziendali, quali ad esempio il pagamento del fattore produttivo prima che sia iniziato il ciclo tecnico e quindi prima di realizzare il ricavo relativo. Queste asincronie determinano la difficile sovrapponibilità degli equilibri reddituale e monetario, la nascita di fabbisogni finanziari e la necessità di copertura durante l'intervallo definito dall'intreccio dei vari cicli monetari.

⁴⁸ Si veda: M.S. Avi, *Il bilancio d'esercizio*, Cafoscarina, Venezia, 2012, p. 51-53.

⁴⁹ L'OIC è l'organismo italiano costituito nel 2001 per predisporre i principi contabili nazionali per la redazione dei bilanci d'esercizio e consolidati delle imprese e di altri enti, e fornire supporto all'applicazione in Italia dei principi contabili internazionali e le direttive europee.

Nel documento n. 11 *Bilancio d'esercizio – finalità e postulati*, p. 15-16 (<http://www.fondazioneoic.eu>) indica all'interno dell'enunciazione del criterio di competenza, i seguenti principi generali in tema di rilevazione e rappresentazione dei componenti positivi e negativi di reddito: "I ricavi, come regola generale, devono essere riconosciuti quando si verificano le seguenti due condizioni: 1) il processo produttivo dei beni o dei servizi è stato completato; 2) lo scambio è già avvenuto, si è cioè verificato il passaggio sostanziale e non formale del titolo di proprietà. Tale momento è convenzionalmente rappresentato dalla spedizione o dal momento in cui i servizi sono resi e sono fatturabili. (...) I costi devono essere correlati con i ricavi dell'esercizio. (...) Tale correlazione si realizza: a) per associazione di causa ad effetto tra costi e ricavi. L'associazione può essere effettuata analiticamente e direttamente (come nel caso delle provvigioni) o sulla base di assunzioni del flusso dei costi (fifo, lifo o medio); b) per ripartizione dell'utilità o funzionalità pluriennale su base razionale e sistematica, in mancanza di una più diretta associazione. Tipico esempio è rappresentato dall'ammortamento; c) per imputazione diretta di costi al conto economico dell'esercizio o perché associati al tempo o perché sia venuta meno l'utilità o la funzionalità del costo. In particolare quando: 1) i costi sostenuti in un esercizio esauriscono la loro utilità già nell'esercizio stesso o non sia identificabile o valutabile l'utilità futura; 2) viene meno o non sia più identificabile o valutabile l'utilità futura o funzionalità di costi che erano stati sospesi in esercizi precedenti; 3) l'associazione di causa ad effetto o la ripartizione dell'utilità su base razionale e sistematica non siano di sostanziale utilità".

In aggiunta a quest'origine dei fabbisogni finanziari dovuta dalle operazioni connesse a quella che si può denominare l'attività caratteristica dell'impresa, inerente al ciclo acquisto-trasformazione-vendita, e che nello schema d'esempio interessava i fattori a veloce ciclo di utilizzo (i.e. fattori d'esercizio o fattori a fecondità semplice),⁵⁰ è possibile individuare almeno altre due attività presenti in tutte le aziende di produzione che possono creare fabbisogni finanziari:

- l'attività d'investimento (denominata di *capital budgeting* in quanto concernente spese in conto capitale) che riguarda l'acquisto e la cessione dei fattori a fecondità ripetuta o pluriennali, che rimangono associati alla combinazione produttiva per un periodo superiore all'esercizio e di tutte le attività immobiliari e finanziarie (crediti e strumenti finanziari) nelle quali è investita la liquidità;
- l'attività di finanziamento che comprende l'ottenimento e la restituzione dei mezzi monetari acquisiti a titolo di capitale proprio (i.e. di rischio) o a titolo di capitale di terzi (i.e. di debito).

L'utilità della distinzione fra diverse attività per una migliore analisi e comprensione di come fabbisogni e fonti si creino e si sovrappongano non può altresì far dimenticare che la gestione aziendale è un fenomeno unitario e indivisibile e che un fabbisogno creato in una delle attività può essere coperto da fonti liberate o generate da un'altra. L'obiettivo rimane sempre la gestione secondo principi di economicità dell'azienda a fronte degli eventi che avvengono all'interno dell'azienda stessa e nell'ambiente con il quale essa intrattiene relazioni in quanto sistema aperto. Questi eventi o «accadimenti economici» tra cui si annoverano le operazioni svolte dai soggetti che prestano la loro opera nell'impresa, danno luogo a diversi valori che hanno due caratteri fondamentali:⁵¹

1. originano da operazioni di scambio, ovvero di "*cessione di un bene o di una prestazione in cambio di un altro bene o di un'altra prestazione*",⁵² all'interno delle

⁵⁰ E. Cavalieri, *Le operazioni che caratterizzano l'attività d'impresa*, in E. Cavalieri (a cura di), *op.cit.*, p. 94: "[I fattori a fecondità semplice] cedono la loro utilità economica partecipando ad un unico ciclo (o circuito) produttivo. Cessano quindi di esistere, come fattori produttivi, non appena vengono utilizzati all'interno della combinazione produttiva. I fattori a fecondità ripetuta, invece, cedono la loro utilità economica a più cicli produttivi, ai quali partecipano mantenendo inalterate le loro caratteristiche tecniche di fattori produttivi".

⁵¹ G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *op. cit.*, p. 192 e ss.

⁵² <http://www.treccani.it/enciclopedia/scambio>.

quali presto o tardi trovano la loro manifestazione economica anche i fatti di gestione interna, giacché insistono in un sistema economico di mercato;

2. utilizzano la moneta come unità di misura, come appare banale in un'economia che si definisce monetaria, giacché si basa sulla moneta e sulla sua triplice funzione.

I valori che scaturiscono da transazioni basate sulla moneta trovano causa in quattro categorie principali di operazioni che possono essere anche viste come fasi del circuito produttivo, evidenziandone così la relazione dinamica. Queste classi comprendono operazioni di:⁵³

- finanziamento, inteso come apporto dei soggetti conferenti capitale di rischio oppure provvista ricercata nei mercati dei capitali dei mezzi finanziari necessari alla costituzione e alla prosecuzione dell'impresa;
- acquisizione nei mercati di approvvigionamento (o in sede di apporto iniziale) dei fattori produttivi a fecondità semplice o ripetuta necessari all'attività, fra cui i servizi prestati dalle persone che lavorano nell'impresa;
- impiego dei fattori di cui sopra, tramite combinazioni di consumo e produzione che possono venire monitorati con l'ausilio di strumenti di contabilità analitica che rileva i fatti di gestione interna;
- realizzazione e vendita dei prodotti, ossia degli output del processo di produzione che sono ceduti, o meglio scambiati, nel mercato di sbocco.

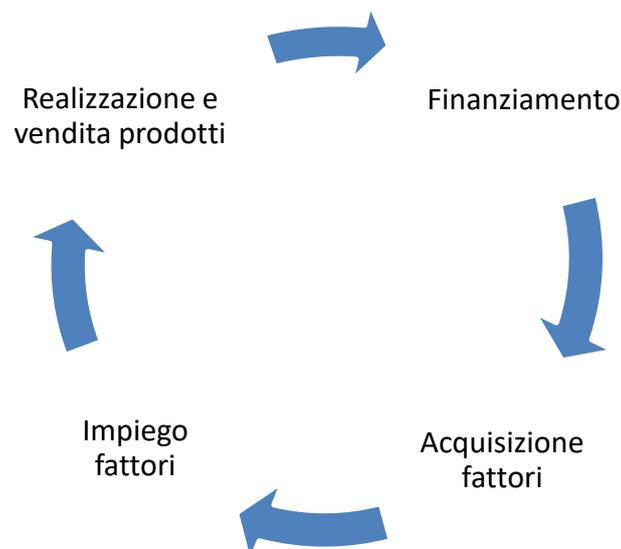
Se si pone mente ad un esempio semplificato dell'origine di un'impresa e dello svolgersi della sua vitalità quale sistema sociale aperto, si vedrà alla sua nascita l'azione di collezione di vari elementi raggruppati fisicamente e idealmente per lo svolgimento delle attività economiche particolari che formano la combinazione produttiva. Mezzi di pagamento (circolante) che danno potere d'acquisto, beni fisici che cedono la loro utilità in vari tempi e modi, diritti eterogenei a valere verso terzi (e.g. crediti o promesse di pagamento differito, marchi, licenze, diritti di sfruttamento di opere d'ingegno o di risorse naturali) o interi complessi aziendali già formati, costituiscono nella loro diversità le condizioni di produzione che l'impresa ha reperito tramite operazioni di

⁵³ Si seguirà nel prosieguo lo schema interpretativo presente in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, (2 ed.), 2016 p. 2-21.

finanziamento o di acquisizione. L'acquisto dei fattori produttivi avverrà in contanti ossia a pronti utilizzando le risorse disponibili, oppure a credito, ossia a termine, se la controprestazione del sinallagma tipica delle operazioni di scambio sarà adempiuta in data posteriore a quella della prima cessione. Con l'ausilio delle competenze disponibili o attivabili dall'istituto, siano esse esplicitate in modo formale (regolamenti, manuali, procedure) o tacitamente incorporate negli individui e nei processi organizzativi, si realizzeranno i processi di trasformazione fisica e cognitiva fino all'ottenimento di un output costituente l'offerta dell'impresa al mercato (o ai mercati) che essa ha individuato quale destinazione del prodotto della propria azione. Altri atti di scambio che cedono i frutti della produzione a coloro che li vorranno acquisire e consumare per soddisfare i propri bisogni daranno luogo alla riconversione in mezzi monetari, anche qui in contanti o a termine, di tali prodotti e garantendone la disponibilità per l'esecuzione di un nuovo ciclo.

La Figura 1.6 mostra il circuito nella successione circolare delle fasi sopra descritte che, senza soluzione di continuità, fluisce dal reperimento delle risorse finanziarie alla ricostituzione delle risorse medesime attraverso i ricavi di vendita e che serviranno a restituire i finanziamenti attinti a titolo di capitale di prestito e a remunerare tutti i fattori produttivi, fra cui il capitale proprio.

Figura 1.6 - Circuito delle operazioni di gestione



Fonte: Adattamento da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 14)

Ricevendo quantificazione delle grandezze di scambio, con l'ausilio della moneta come unità di misura, gli accadimenti economici generano dei valori. Questi valori vengono rilevati dai sistemi informativi predisposti all'interno delle aziende con lo scopo di descrivere gli accadimenti e le loro manifestazioni quantitative, e avranno pertanto ad oggetto le consistenze e le variazioni nelle quantità di quella collezione di elementi che costituiscono il sistema azienda. Come tali possono essere suddivisi secondo vari criteri distintivi.

In particolare, con riferimento alle voci contabili che accolgono detti valori aziendali all'interno del sistema informativo contabile e riprendendo congiuntamente il modello di ciclo produttivo della Figura 1.5, si possono distinguere due momenti: numerario ed economico. Il primo si manifesta nelle variazioni di moneta o di crediti e debiti di regolamento, secondo il momento in cui avviene la cessione di circolante,⁵⁴ e rappresenta una parte del sinallagma. Il secondo si mostra nelle variazioni delle consistenze delle condizioni di produzione che costituiscono l'altra parte del rapporto di scambio, ossia nei costi e ricavi e nei movimenti del capitale di proprietà e del capitale di terzi. Il momento, o aspetto, numerario è per la sua diretta attinenza alla moneta, misuratore dell'aspetto economico relativo, pertanto si definisce «originario», mentre quello economico, che da questo deriva la propria misurazione si definisce «derivato» oppure «causale» se si vuole sottolineare che esso costituisce la causa della variazione numeraria. La rigorosa applicazione di questo criterio porterebbe invero a considerare i finanziamenti concessi o ricevuti e le loro variazioni, che sono misurate dalla quantità di moneta che movimentano, come interamente economici sia nella parte in conto capitale che in quella in conto interessi: alla stregua di ricavi se aumentano le disponibilità liquide o come dei costi se le diminuiscono.

Allo scopo di ripartire e distinguere la parte riguardante il valore nominale dei crediti e debiti di finanziamento o quota capitale – che riceve un trattamento contabile analogo ai crediti e debiti di funzionamento – dalla parte concernente i soli valori che influiscono sulla determinazione del reddito d'esercizio, si considerano i valori nominali dei finanziamenti assieme ai valori numerari. Si viene a creare la classe dei valori cosiddetti «finanziari» che accoglierà pertanto le disponibilità liquide e i crediti e debiti di

⁵⁴ G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *op. cit.*, p. 196: “sono valori numerari tutti i valori che esprimono strumenti di regolamento degli scambi; si tratta principalmente dei mezzi monetari liquidi disponibili e dei debiti e crediti di regolamento; sono non numerari tutti gli altri valori”.

qualsivoglia origine. I costi e ricavi – sotto forma di interessi passivi o attivi – e le variazioni subite dal valore nominale dei finanziamenti acquisiti o concessi rimarranno compresi fra i valori economici.⁵⁵

Un altro criterio distintivo utilizzabile per suddividere i valori degli atti di amministrazione d'azienda, si rinviene nel diverso grado di oggettività che li contraddistingue. Ad esempio, la quantità di mezzi monetari utilizzata per acquistare in contanti una merce da rivendere è, da un lato, una misura inconfutabile e determinata del valore della merce in quel determinato momento, nonché misura certa della diminuzione quantitativa che la disponibilità di cassa ha sofferto. Sino all'epoca in cui quella merce non sarà rivenduta diventando oggetto di uno scambio con una terza economia, il suo valore dipenderà anche da altri fattori, quali il prezzo espresso dal mercato in quel momento, la diminuita o accresciuta utilità percepita della merce a causa di fenomeni di obsolescenza o scarsità temporanea, o da altri fatti che sopraggiungano nel frattempo. Interviene così una quantificazione del valore che non si basa su di un'operazione di scambio, ma su procedimenti di stima, valutazione o calcolo probabilistico che riducono il grado di oggettività della quantità risultante da questi procedimenti. Ad esempio, le procedure d'inventario basate sul controllo delle giacenze a campione e l'attribuzione di una valorizzazione basata su sistemi di costo medio ponderato, LIFO o FIFO⁵⁶ daranno come risultato valori non incontrovertibili ma soggetti a possibili stime alternative. Ancora, la suddivisione del valore di acquisto di un fattore pluriennale in quote d'ammortamento costanti lungo la durata di utilizzo presunto del cespite, deriva da una semplificazione del calcolo economico legittima ma che raramente trova riscontro puntuale nella realtà dell'utilizzo del cespite stesso. Inoltre queste determinazioni, seppur discendenti dalla corretta applicazione di metodi suggeriti e avvallati da principi contabili e dalle prassi più consolidate, incorporano necessariamente una serie di assunti e previsioni avvolti da un'aura d'incertezza.

Un valore aziendale, quindi, può essere considerato da quest'angolazione in due modi: oggettivo («certo») o soggettivo («stimato o congetturato»). Le voci del secondo tipo non avendo riscontro diretto con transazioni e negoziazioni che ne attestino la misurazione tramite il contrasto fra interessi soggettivi che si realizza in un rapporto di

⁵⁵ E. Cavalieri, *Gli aspetti monetario, numerario, finanziario ed economico della gestione*, in E. Cavalieri (a cura di), *op.cit.*, p. 165-174.

⁵⁶ OIC 13, *Rimanenze*, 22 dicembre 2016, par. 40-50.

scambio o avendo perso con l'andare del tempo tale connotazione di certezza, hanno a tutti gli effetti necessità di un intervento più o meno marcato del soggetto valutatore.

Integrando questi due criteri in uno schema unificato si compone nella Tabella 1.7 una sistemazione delle voci contabili che accolgono i valori derivanti da accadimenti e operazioni aziendali, classificate secondo: l'origine dei valori nelle righe, suddivisi in finanziario (A) ed economico (B1 e B2); la natura dei dati nelle colonne, suddivise in oggettivi (dati certi) e soggettivi (dati stimati o congetturati).

Tabella 1.7 - Classificazione dei valori aziendali e delle voci contabili

	Oggettivi		Soggettivi	
	Attività	Passività	Attività	Passività
Valori finanziari (A)	<ul style="list-style-type: none"> • Disponibilità liquide 	<ul style="list-style-type: none"> • Debiti operativi • Debiti finanziari 	<ul style="list-style-type: none"> • Crediti operativi • Crediti finanziari • Attività finanziarie 	<ul style="list-style-type: none"> • Fondi rischi e oneri
Valori economico-patrimoniali (B1)			<ul style="list-style-type: none"> • Rimanenze • Immobilizzazioni • Ratei/Risconti Attivi 	<ul style="list-style-type: none"> • Patrimonio netto • Ratei/Risconti Passivi
	Costi	Ricavi	Costi	Ricavi
Valori economico-reddituali (B2)	<ul style="list-style-type: none"> • Acquisti di beni e servizi • Costi del personale • Oneri finanziari • Imposte 	<ul style="list-style-type: none"> • Ricavi di vendita e prestazioni di servizi • Proventi finanziari 	<ul style="list-style-type: none"> • Rimanenze iniziali • Ammortamenti e svalutazioni • Accantonamenti per fondi rischi e oneri • Minusvalenze 	<ul style="list-style-type: none"> • Rimanenze finali • Plusvalenze

Fonte: Elaborazione da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 18 e 21)

Tenendo a mente le fluttuazioni dei valori delle attività finanziarie causate anche dai fenomeni d'instabilità descritti nel primo paragrafo, è possibile notare come l'unica posta contabile che accoglie il valore di un'attività⁵⁷ la quale mantenga carattere oggettivo, non richieda processi di apprezzamento o valutazione e non sia influenzato da shock imprevisti nemmeno nel breve periodo è costituito dalle disponibilità liquide, o come richiamato in precedenza, dalla moneta in senso stretto (*narrow money*): il circolante presente sotto forma di cassa, assegni e altri valori o depositato presso banche e affini e disponibile senza restrizioni e vincoli al prelievo. Anche i principi contabili nazionali utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio fino a dicembre

⁵⁷ Per il concetto di attività e passività, si veda U. Sòstero, *Il bilancio d'esercizio secondo il codice civile e gli IFRS*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 145-148.

2016, arrivavano alla stessa conclusione laddove affermavano: “Un bilancio è essenzialmente il risultato di un processo di stima. Nessun elemento patrimoniale, tranne il denaro in cassa in valuta di conto liberamente disponibile, è esente da stime”.⁵⁸ Invero, con disponibilità liquide si intende l’aggregato composto dal denaro in cassa e dai suoi succedanei più stretti: gli assegni e soprattutto i fondi depositati presso istituti di credito bancario e postale. Oltre a rappresentare un bene economico dotato massimo grado di fungibilità per gli scambi, questa proprietà avrà interessanti ricadute sull’utilizzabilità delle disponibilità liquide come grandezza finanziaria di riferimento per confrontare valori di bilancio d’imprese appartenenti a settori industriali diversi e attività eterogenee, oltre che per comparare valori nel tempo di un’impresa singola. Analizzando, in effetti, le consistenze in due istanti diversi delle disponibilità liquide, è possibile determinare un «flusso monetario» (o di cassa, o *cash flow*) dato dalla variazione intervenuta in quell’arco temporale. Questo flusso a sua volta sarà dato dalla somma algebrica dei flussi monetari di diverso segno intervenuti all’interno dell’intervallo specificato.

La comparabilità intertemporale dei mezzi di pagamento disponibili si scontra però con un’importante limitazione, che discende direttamente dai principi fondamentali della finanza prima ancora che dalla pratica aziendale: le operazioni finanziarie sono costituite da flussi di valori «storicizzati» ossia collocati nel tempo. Ciò può essere desunto dalla considerazione che:

“il vantaggio che deriva dal possesso di un bene e in particolare di una somma di denaro è strettamente collegato con l’epoca temporale in cui tale bene è effettivamente disponibile. Per poter confrontare due importi di denaro (...) è necessario conoscere con esattezza gli istanti temporali in cui tali somme monetarie sono disponibili. (...) Il grado di soddisfazione (utilità) di una situazione finanziaria dipende sia dalla consistenza dell’importo monetario, sia dall’epoca in cui tale importo è disponibile.”⁵⁹

Occorrerà dunque valutare attentamente le condizioni di confrontabilità di aggregati anche omogenei come le disponibilità liquide, ma riferiti a periodi temporali differenti. A complemento di tale limitazione occorre necessariamente accennare che la moneta può essere soggetta a perdite di valore. Esse si manifestano nella diminuzione di potere

⁵⁸ OIC 29, *Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, eventi e operazioni straordinarie, fatti intervenuti dopo la chiusura dell’esercizio*, 5 agosto 2014, par. 26.

⁵⁹ A. Basso, P. Pianca, *Appunti di matematica finanziaria*, CEDAM, Padova, 1999, p. 3.

d'acquisto ossia nella quantità di beni reali acquistabili con un medesimo ammontare di moneta e sono dovute al fenomeno inflattivo: la crescita del livello generale dei prezzi. Ecco che qualsiasi confronto fra valori, apparentemente omogenei poiché definiti per mezzo di una stessa moneta, dovrà invece condursi facendo particolare attenzione al controllo del grado di omogeneità sostanziale delle quantità e delle grandezze oggetto del confronto. L'inflazione, invero, può determinare la rottura della relazione fra i valori degli stock riferiti al capitale di funzionamento (in particolare se rilevati secondo il criterio del costo storico) e i valori dei flussi economico-finanziari che da quel capitale promanano.⁶⁰ Ciononostante occorre notare come l'inflazione italiana si sia oltremodo ridotta in questi ultimi due decenni, rispetto ai periodi d'inflazione a doppia cifra presenti in Italia negli anni Settanta e Ottanta del Novecento, durante i quali la comparabilità immediata dei valori di bilancio senza opportuni aggiustamenti era alquanto limitata e poneva problemi costanti all'azione degli analisti.

Nonostante questi *caveat*, il calcolo dei flussi monetari che l'impresa movimentata in un dato periodo o che prevede di generare nel futuro, è una delle determinazioni quantitative più importanti e utilizzate nell'ambito sia degli studi di *accounting* sia di quelli di *finance*, sia nella pratica aziendale. Una precisa e attendibile rilevazione dei flussi di cassa risulta, infatti, utile:

- a consuntivo per verificare quali aree di attività o combinazioni parziali dell'azienda hanno creato o assorbito risorse monetarie;
- in sede di programmazione per identificare i fabbisogni finanziari prevedibili per l'attuazione degli obiettivi di budget;
- qualora vi siano da valutare diversi progetti d'investimento (scelte di *capital budgeting*) che comportino distribuzioni difformi di flussi monetari positivi e negativi nel tempo;
- allorché, nel contesto di operazioni di compravendita o di fusioni e acquisizioni societarie (*Merger & Acquisition*, M&A), si debba provvedere alla valutazione del

⁶⁰ E. Cavalieri, *La valutazione dell'equilibrio economico: la redditività aziendale*, in E. Cavalieri (a cura di), *op.cit.*, p. 264-268.

valore economico di singoli asset o d'interi complessi aziendali utilizzando il metodo dei flussi di cassa scontati (*Discounted Cash Flow*, DCF).⁶¹

1.3 La rilevazione dei fatti aziendali: il sistema di bilancio

Una volta aver tratteggiato il ruolo, gli scopi e le condizioni di sopravvivenza di un'azienda di produzione per il mercato assieme all'origine dei valori che ne misurano gli accadimenti, occorre menzionare il ruolo del modello di bilancio quale strumento di aggregazione e rappresentazione formale di questi valori.

L'attività di rilevazione dei fatti aziendali porta le imprese, o almeno quelle che hanno interesse ad aumentare la conoscenza sui fenomeni gestionali e a governarne le dinamiche, alla creazione di un sistema informativo aziendale. Esso potrà essere composto – per ciò che attiene al contenuto – da una serie di dati elementari e di informazioni strutturate sotto forma di conti o meno. Le prime sono denominate per questo rilevazioni contabili, le seconde rilevazioni extracontabili: rilevazioni elementari e statistiche. Fra le rilevazioni contabili quelle che riguardano i fatti di gestione esterna, ossia gli scambi e transazioni a base monetaria con l'ambiente, formano il subsistema informativo della «contabilità generale» (d'ora in poi CoGe) denominata in alternativa «contabilità finanziaria» come traduzione dal termine "*financial accounting*" usato nei paesi anglosassoni. L'utilizzo del termine «finanziaria» viene in questa accezione utilizzato per differenziare la reportistica e le analisi sui valori scaturenti dalla CoGe, dal subsistema informativo della "*management accounting*" che si occupa di analizzare più in profondità le rilevazioni di gestione interna concernenti i costi e le quantità economico-redдитuali (i.e. valori B2 della Figura 1.7) ed i modi nei quali si formano. Le locuzioni «contabilità analitica», «contabilità industriale» o «contabilità direzionale» traducono abitualmente in italiano il termine *management accounting* e mettono in risalto rispettivamente il carattere di maggiore dettaglio nell'esplorazione dell'andamento delle quantità economiche, la sua nascita in ambito industriale e il ruolo di supporto informativo all'attività di programmazione e controllo ossia di ausilio all'azione dei manager per il governo dell'impresa. Mentre la contabilità analitica ha come scopi preminenti la valutazione delle rimanenze, l'ausilio nelle decisioni

⁶¹ In merito a quest'ultimo punto si veda M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, (2 ed.), 2008, p. 7-10.

economico-finanziarie e la realizzazione del controllo di gestione, per raggiungere i quali è insostituibile,⁶² l'informativa e la reportistica finanziaria – che si ribadisce però non si limita ai soli valori finanziari ma al complesso delle rilevazioni contabili – e l'analisi conseguente (anch'essa detta finanziaria o più propriamente economico-finanziaria) hanno il duplice ruolo di indagine della bontà della gestione d'impresa e di comunicazione delle sue risultanze ai terzi interessati.

I valori contabili rilevati nella CoGe vengono riclassificati e compendati alla fine di un periodo amministrativo annuale detto «esercizio» in un rendiconto riepilogativo per misurare e rappresentare la consistenza della ricchezza aziendale nelle due nozioni in cui si palesa:⁶³

- la dimensione dinamica o reddituale, con il calcolo del reddito d'esercizio, riferito all'intero periodo amministrativo (valori B2 della Figura 1.7);
- la dimensione statica o patrimoniale, con il calcolo del capitale di funzionamento e del patrimonio netto riferito a un determinato istante al termine dell'esercizio stesso (valori A e B1 della Figura 1.7).

Se il principio di economicità che informa le aziende comporta il rispetto dei tre ordini di equilibri – reddituale, patrimoniale e monetario – già visti in precedenza, a queste due dimensioni riguardanti i flussi d'input e output di produzione che sono defluiti durante l'esercizio (grandezze-flusso) e la consistenza di quegli input e output al termine del periodo amministrativo (grandezze-fondo), occorre associare una terza dimensione dinamica che mostri il fluire delle risorse monetarie da e verso l'impresa al crearsi dei fabbisogni finanziari (grandezze-flusso). I documenti che raccolgono le quantità contabili, le aggregano e sintetizzano e infine le espongono secondo criteri prestabiliti sono rispettivamente il Conto economico, lo Stato patrimoniale e il Rendiconto finanziario che, assieme ad ulteriori documenti integrativi obbligatori (Nota integrativa, Relazione sulla gestione, Prospetto delle variazioni del Patrimonio netto), formano il sistema del bilancio di esercizio.

La numerosità di opere dedicate al bilancio d'esercizio e alla sua redazione secondo le norme di legge e i principi contabili nazionali e internazionali è, a buona ragione,

⁶² M. Bergamin Barbato, *op.cit.*, p. 59-60.

⁶³ Cfr. M.S. Avi, *op. cit.*, p. 4-29; G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *op. cit.*, p. 199-201.

sterminata in considerazione della sua importanza dovuta ad almeno due ordini di motivi: legislativo e gestionale. Il bilancio d'esercizio è un documento – ma sarebbe meglio definirlo un sistema di documenti tra loro interrelati – pubblico e ufficiale che è disciplinato dall'ordinamento italiano da una serie di norme. Il Codice civile prevede, in particolare per le società di capitali,⁶⁴ una serie di norme sulla redazione del bilancio agli articoli dal 2423 fino al 2435-ter, laddove, agli articoli dal 2214 al 2220, aveva già disciplinato le regole di tenuta delle scritture contabili applicabili a ogni imprenditore non piccolo e la redazione dell'inventario che *“si chiude con il bilancio e con il conto dei profitti e delle perdite il quale deve dimostrare con evidenza e verità gli utili conseguiti o le perdite subite. Nelle valutazioni di bilancio l'imprenditore deve attenersi ai criteri stabiliti per i bilanci delle società per azioni, in quanto applicabili.”*⁶⁵ Anche l'imprenditore individuale medio-grande e le società di persone sono perciò tenuti alla redazione di un riepilogo consuntivo con cadenza annuale che sia informato ai principi di valutazione previsti dall'art. 2426 c.c. La pervasività dell'obbligo può essere spiegata da ragioni di protezione dei terzi che entrano in contatto con l'impresa e che hanno nel bilancio il primo strumento d'informazione sulla sua conduzione e affidabilità, oltre che dal legame con il secondo ordine di motivi: quello gestionale. L'imprenditore, individuale o collettivo, necessita difatti per il corretto funzionamento dell'impresa, di un'organizzazione che sia retta da un flusso informativo costante e sistematico che gli possa fornire un'informazione puntuale sull'andamento dell'attività.⁶⁶

Ciononostante, il legislatore non si è posto come primo obiettivo quello di disciplinare e rendere obbligatoria la redazione di un documento direttamente utilizzabile per la gestione aziendale, ma, come sostenuto fra gli altri dal De Angelis⁶⁷, attribuire una funzione «organizzatrice» che si concretizza nello:

- evidenziare il risultato economico di periodo, secondo il sistema del reddito di derivazione zappiana;
- determinare, in caso di risultato positivo, la misura massima consentita dell'utile da distribuire, dopo gli accantonamenti a riserva;

⁶⁴ Ma applicabili tramite tecnica del rinvio, anche a imprese cooperative, mutue assicuratrici, consorzi e società consortili.

⁶⁵ Art. 2217 c.c., secondo comma.

⁶⁶ Si veda in merito AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2004, p. 266.

⁶⁷ L. De Angelis, *Elementi di diritto contabile*, Giuffrè, Milano, 2015, p. 8-10.

- stabilire, in caso di risultato negativo, la diminuzione o la ricostituzione del capitale sociale in caso di perdite eccedenti un terzo dello stesso.

Perseguendo i risultati suddetti, le norme sul bilancio d'esercizio e i principi che lo informano – in particolar modo quello della prudenza – mirano anche alla protezione degli interessi di coloro che investono direttamente (soci di minoranza, obbligazionisti, prestatori di capitale) o indirettamente (dipendenti e organizzazioni sindacali, fornitori, clienti, comunità locali e nazionali, l'Erario, etc.) nell'impresa e che non fanno parte dell'organismo di amministrazione che ne presiede la redazione secondo l'art. 2423 c.c.,⁶⁸ limitando di fatto l'arbitrarietà di quest'ultimo e la messa in atto di comportamenti lesivi d'interessi legittimi.⁶⁹ Pertanto, col suo carattere di documento pubblico, assolve una funzione informativa insostituibile nei confronti dei soggetti succitati e di tutti coloro che intendono avviare rapporti d'affari con l'impresa. Al sistema del bilancio d'esercizio in ultima analisi possono essere riferite quattro definizioni caratterizzanti, chiarite dal Mella come segue:⁷⁰

- A. Il bilancio d'esercizio è un documento che mostra i risultati della contabilità generale (definizione genetica). La tenuta della contabilità in maniera corretta e diligente all'interno di un'impresa è condizione necessaria per la redazione del rendiconto consuntivo annuale. Esso è generato dalle risultanze delle scritture contabili che rilevano durante l'esercizio gli accadimenti esterni e le operazioni di gestione, opportunamente classificate ed integrate.
- B. Il bilancio è un sistema complesso di documenti fra loro interrelati (definizione strutturale). Il «fascicolo di bilancio» non è un documento unico ma un insieme di documenti e prospetti contenenti informazioni quantitative e qualitative. La gestione aziendale è rappresentata nei suoi diversi profili da ognuno di questi documenti e dai collegamenti logici che è possibile tracciare. La sua struttura informativa, infatti, raccoglie in documenti distinti le risultanze patrimoniali e finanziarie a fine esercizio, le variazioni nelle quantità economiche, le variazioni nelle risorse finanziarie e la

⁶⁸ L'art. 2423 c.c. inizia recitando: "Gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa."

⁶⁹ F. Giunta, M. Pisani, *Il bilancio*, Apogeo, Milano, 2008, p. 5-9.

⁷⁰ P. Mella, *Indici di bilancio. Guida alla procedura per l'analisi e il controllo della gestione aziendale*, Il Sole24Ore Pirola, Milano, 1996, p. 3-28.

descrizione discorsiva ad integrazione di quanto sopra. Oltre ai documenti previsti dalle norme del Codice civile si possono aggiungere altri prospetti (variazioni del patrimonio netto, riclassificazioni di schemi contabili secondo altri criteri), attestati o certificazioni (revisione obbligatoria o volontaria), imposti da normative speciali o come espressione di maggiore trasparenza da parte dell'organo amministrativo.

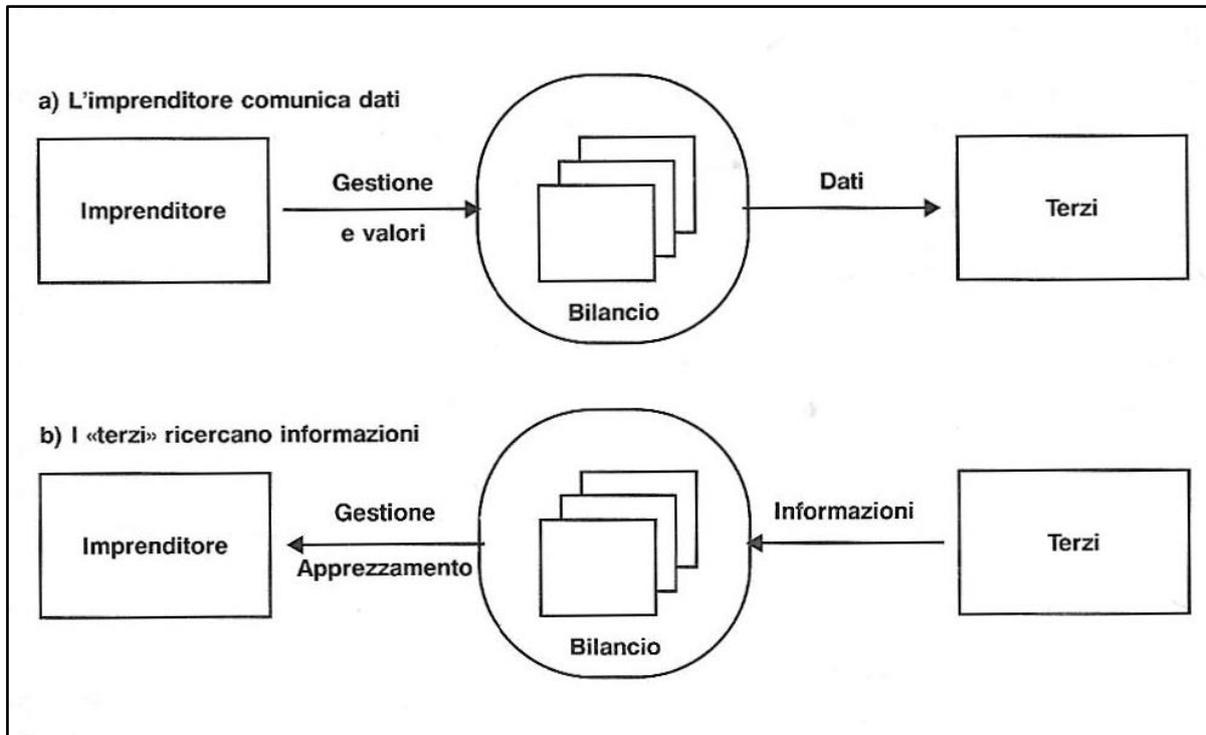
- C. Il bilancio ha il compito precipuo di presentare e comunicare i risultati della gestione e le consistenze del patrimonio (definizione funzionale). La funzione primaria del bilancio, così come quella di tutta la reportistica finanziaria, è la comunicazione esterna. I terzi, e fra loro in particolare i soci di minoranza ed i creditori, sono resi edotti della consistenza del capitale di funzionamento e del risultato economico d'esercizio. Sotto questo profilo i documenti di bilancio, redatti utilizzando dati attendibili e secondo principi generalmente accettati, ricoprono nel loro insieme la funzione di rendiconto da parte di colui che amministra la società.
- D. Il modello di bilancio permette di compiere analisi e valutazioni sulla gestione trascorsa (definizione strumentale). Una volta assolta la funzione informativa esterna, il bilancio può essere rielaborato ed utilizzato come base per diventare strumento di apprezzamento della gestione. Con «apprezzamento» si intende *“un’indagine volta ad esprimere un giudizio, favorevole o sfavorevole, [...] relativamente al risultato economico conseguito dall'imprenditore, ovvero dall'azienda di produzione [...] L'apprezzamento dei risultati della gestione quasi immediatamente si traduce in un giudizio anche sulla gestione svolta”*.⁷¹ Mentre l'organo amministrativo, come prima accennato, ha a disposizione anche i dati e le informazioni continuative della contabilità analitica e degli altri subsistemi informativi aziendali, dandogli così la possibilità di monitorare con costanza il perseguimento dei propri obiettivi, i soggetti esterni possono fare affidamento principalmente sui documenti di bilancio e sulle informazioni in esso contenute per la loro attività di apprezzamento dei risultati aziendali (Figura 1.8).

Anche il legislatore, infatti, ha previsto che una serie rilevante d'informazioni aggiuntive agli schemi prettamente quantitativi costituiti da Stato patrimoniale, Conto economico e Rendiconto finanziario. All'interno della Nota integrativa (art. 2427 c.c.) e

⁷¹ P. Mella, *op.cit.*, p. 26.

della Relazione sulla gestione (art. 2428 c.c.) si possono rinvenire varie informazioni utili a ricostruire i fatti di gestione più importanti che hanno determinato i risultati contabili.

Figura 1.8 - Sistema di bilancio come strumento di apprezzamento



Fonte: P. Mella (1996, p. 28)

La Nota integrativa riassume in sé due funzioni particolarmente preziose all'interno del sistema di bilancio: una funzione esplicativa che attraverso un commento discorsivo aggiunge chiarezza alle risultanze contabili e ne chiarisce le assunzioni di partenza ed i metodi utilizzati per l'ottenimento; una funzione integrativa propriamente detta che aggiunge informazioni quantitative (e.g. numero di dipendenti, i conti d'ordine, composizione di ratei e risconti) e qualitative (e.g. ragioni dell'utilizzo o meno di un dato criterio di valutazione) a quelle presenti nei soli prospetti precedenti.⁷² Anche la Relazione sulla gestione, pur non facendovi parte, può dimostrarsi molto utile nel suo ruolo di allegato al bilancio d'esercizio. In particolare all'art. 2428 – dopo la modifica apportata dal D.Lgs. 32/2007⁷³ – si prevede che: *“Il bilancio deve essere corredato da una*

⁷² U. Sòstero, *Il bilancio d'esercizio secondo il codice civile e gli IFRS*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 209-210.

⁷³ Decreto Legislativo 2 febbraio 2007, n. 32 *“Attuazione della direttiva 2003/51/CE che modifica le direttive 78/660, 83/349, 86/635 e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi*

relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, (...). L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene (...), gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale". Si può quindi argomentare una previsione legislativa dell'analisi economico-finanziaria delle risultanze di bilancio che utilizzi appropriati indicatori finanziari – nel senso comunemente inteso di misurazioni basate su valori economici e finanziari – o fisico-tecnici che aiutino a completare la rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio, come previsto ai sensi del secondo comma dell'art. 2423 c.c..

L'analisi economico-finanziaria del bilancio d'esercizio assume in quest'ottica una funzione di espansione dell'utilità informativa dello stesso: permette agli utenti esterni all'azienda di interpretarne più compiutamente i risultati e le evidenze di gestione e permette ai soggetti interni all'azienda di basare le proprie decisioni su una messe d'informazioni più estesa e approfondita. La capacità segnaletica dell'analisi sarà influenzata da due fattori: il rapporto privilegiato dell'analista con l'impresa cui il bilancio si riferisce e la qualità dei dati contabili che sono alla base dell'analisi. Sul primo punto si possono distinguere gli analisti interni, composti dagli amministratori, dipendenti o consulenti esterni della società che hanno accesso completo a tutte le informazioni riguardanti la gestione, e gli analisti esterni, che si dovranno affidare unicamente ai documenti costituenti il bilancio pubblico depositato. In Italia i bilanci delle società di capitali sono depositati presso il Registro delle Imprese istituito in ciascuna Camera del Commercio, il quale permette inoltre di avere accesso online ai dati relativi alle imprese europee appartenenti agli Stati aderenti al network *European Business Register*.⁷⁴ La prerogativa di avere accesso ai dati provenienti direttamente dalle operazioni di gestione effettuate, così come rilevate dal sistema informativo aziendale nella sua analiticità, permette di conoscere e discernere sotto molteplici dimensioni le quantità che appaiono all'interno del bilancio d'esercizio come voci aggregate (e.g. i fornitori, i clienti, i ratei e risconti), e consente anche di applicare

di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 73 del 28 marzo 2007.

⁷⁴ <http://www.registroimprese.it>.

strutture di classificazione dei dati che non seguono quelle rigidamente imposte dal Codice civile, in modo da creare nuove configurazioni finalizzate al soddisfacimento di diverse esigenze conoscitive: le cosiddette riclassificazioni di bilancio.

In merito al secondo punto la qualità del bilancio dipende necessariamente dalle caratteristiche di completezza, adeguatezza, precisione, affidabilità del sistema informativo-contabile da cui deriva e dalla corretta applicazione dei principi contabili nelle operazioni di valutazione e di stima degli elementi patrimoniali. In questo processo si intrecciano la perizia e competenza tecnica necessaria all'individuazione, raccolta, selezione, aggiornamento e in generale alla gestione dei dati necessari per la redazione del consuntivo annuale con la diligenza nell'applicazione di corretti principi stabiliti dallo stato dell'arte allo scopo di fornire la rappresentazione chiara, veritiera e corretta delle risultanze della gestione trascorsa. L'analisi economico-finanziaria, in questo senso, non potrà avere una qualità maggiore della base di dati a cui si applica.

I molteplici obiettivi che l'analisi di bilancio si propone di perseguire si possono così riassumere in alcuni filoni, distinguendo i soggetti a cui le analisi stesse sono destinate:

1. Manager e amministratori dell'azienda:

- 1.1. aumentare il grado di comprensione della gestione aziendale trascorsa, analizzandone le componenti e le determinanti, attraverso i dati consuntivi riferiti agli ultimi esercizi;
- 1.2. utilizzare i risultati ottenuti come guida o parametro per la successiva fase di programmazione dell'azione manageriale futura;
- 1.3. valutare l'andamento intertemporale della gestione aziendale in fase di controllo della prosecuzione del percorso strategico intrapreso, ovvero come ausilio per la generazione, validazione e controllo dei piani strategici;
- 1.4. ricevere spunti su quali politiche finanziarie intraprendere o in quali nuovi settori espandere l'attività imprenditoriale nell'ambito di una strategia d'investimento;
- 1.5. comunicare un piano industriale (*business plan*) attraverso metriche economico-finanziarie di tipo quantitativo, maggiormente intelleggibili per un vasto pubblico di stakeholder.

2. Intermediari bancari e finanziatori esterni:

- 2.1. valutare il merito di credito della società all'atto della concessione di linee di credito a breve o lungo termine, per determinarne l'ampiezza (importo erogato) e l'onere ritenuto congruo al profilo di rischio;
- 2.2. valutare la capacità dell'azienda, una volta che il credito è stato erogato, di sostenere il servizio del debito ossia ripagare gli interessi e le rate in scadenza.
3. Investitori attuali o potenziali:
 - 3.1. utilizzo degli indicatori e delle misurazioni – composte da flussi, quozienti, margini e aggregati – per sviluppare valutazioni sul valore attuale dell'impresa in funzionamento;
 - 3.2. considerare l'entrata o uscita dalla compagine aziendale a seconda del mutamento del rapporto rischio / rendimento dell'investimento.
4. Concorrenti attuali e potenziali:
 - 4.1. confrontare la struttura patrimoniale-finanziaria e l'andamento reddituale rispetto alla propria e alla media del settore industriale per ricavare indicazioni di forza o debolezza relative, ovvero spunti d'indirizzo strategico.
5. Clienti e fornitori attuali o potenziali:
 - 5.1. valutare la capacità dell'impresa di performare a livello economico e la solidità patrimoniale o sostenibilità finanziaria della gestione allo scopo di stipulare contratti con l'azienda in oggetto.
6. Società di consulenza e istituti di ricerca economica pubblici (CCIAA) o privati (Mediobanca, Cerved Group):
 - 6.1. preparare dossier d'analisi inerenti particolari società e supportare, per conto dei soggetti committenti sopra citati, le decisioni aventi ad oggetto, fra le altre, operazioni di fusione o acquisizione, l'investimento in strumenti finanziari, l'analisi del merito di credito o la previsione di situazioni di dissesto.
 - 6.2. raccogliere metriche omogenee e confrontabili e stilare rapporti di ricerca economici settoriali o globali inerenti l'andamento del sistema economico nazionale e internazionale.

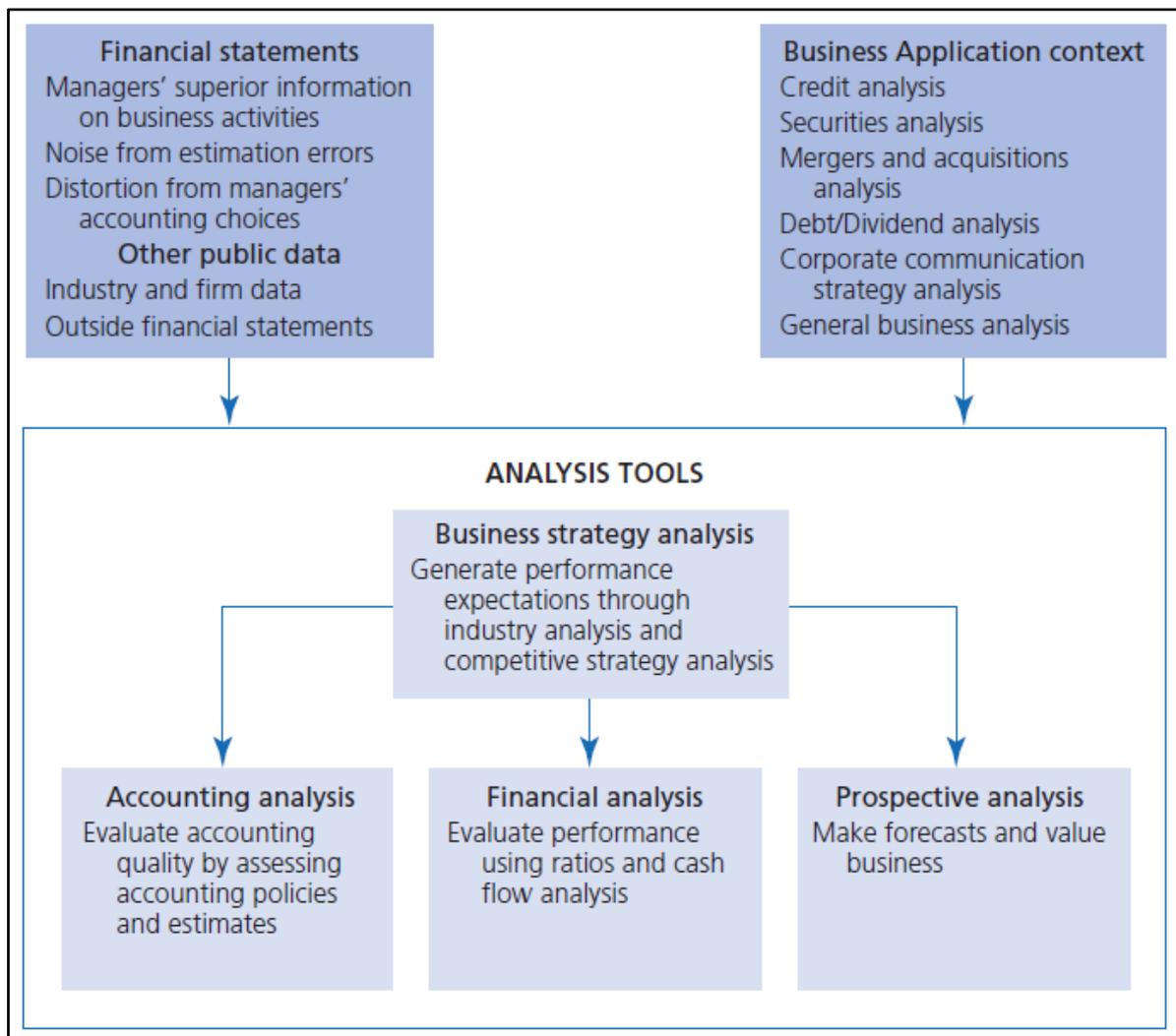
La molteplicità degli obiettivi richiede che l'operazione di analisi debba essere accuratamente indirizzata e specificata a priori dal soggetto che la richiede, in modo da utilizzare gli strumenti più consoni all'esaudimento della richiesta in relazione ai fini.

Anche in campo internazionale, l'informativa economico-finanziaria (*financial reporting*) e l'analisi dei documenti che la compongono (*financial statement analysis*) sono strumenti insostituibili per far affluire agli investitori quelle quantità di informazioni necessaria ad una corretta allocazione del proprio risparmio: come gli intermediari finanziari consentono ai mezzi monetari di confluire dai risparmiatori ai soggetti che ne hanno necessità per sviluppare le proprie idee imprenditoriali, così è possibile identificare una serie di «intermediari dell'informazione» che creano e divulgano agli investitori una mole di notizie, analisi e ricerche per diminuire le asimmetrie informative ed i possibili conflitti d'interesse che frenano una corretta allocazione delle risorse finanziarie disponibili. Tramite questo canale, i revisori, le società di certificazione, i regolatori pubblici, le agenzie di rating ed anche la stampa specializzata contribuiscono ad un migliore funzionamento dei mercati dei capitali.⁷⁵ L'analisi economico-finanziaria (tradotta con *financial analysis*) si inserisce pertanto in un più ampio disegno di creazione e divulgazione di conoscenza sulle realtà presenti nel sistema economico. Come detto in precedenza, tutti i soggetti che entrano in contatto con il sistema aziendale hanno interesse a tale opera di raccolta dati e lettura dei bilanci per poi applicarsi in una serie di analisi e valutazioni utilizzando diverse prospettive di giudizio, in modo da carpire dai documenti ufficiali e dalle informazioni pubbliche quali sono le strategie competitive dell'impresa e come le sta perseguendo. In Figura 1.9 si rappresenta in sintesi l'opera di conoscenza progressiva e sistematica della struttura e delle performance di una data impresa di riferimento che, utilizzando diversi strumenti e prospettive di valutazione, inserisce le risultanze contabili compendiate nei bilanci d'esercizio in un ecosistema informativo più ampio, mirando a rendere più trasparente la capacità di un'azienda di perseguire il proprio piano strategico con efficacia ed efficienza. Le *business strategy analysis* si affidano generalmente a strumenti di analisi strategica che mirano a scandagliare l'ambiente competitivo, collocare l'offerta dell'impresa in esso ed evidenziarne i punti di forza e debolezza, così come le fonti di vantaggio competitivo sostenibile. Le valutazioni di tipo per lo più qualitativo, serviranno per meglio interpretare i risultati delle analisi successive e ad inserirle in un quadro generale di valutazione della condotta aziendale. Uno degli aspetti particolari

⁷⁵ K.G. Palepu, P.M. Healy, E. Peek, *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition* (3rd ed.), Cengage Learning EMEA, Andover, 2013, p. 4-5.

riguarda l'affidabilità delle rilevazioni espresse all'interno degli schemi contabili e la possibilità di distorsioni dovute alle stime e alle politiche di bilancio attuate da parte dell'organo amministrativo (*accounting analysis*). I punti di forza e debolezza non di rado guidano le scelte del management in merito alla confezione dell'informativa economico-finanziaria per cercare, all'interno dei margini di discrezionalità lasciati dalle regole contabili e dalle norme di legge, di evidenziare i primi e sminuire o nascondere i secondi. L'*accounting analysis* mira ad identificare tali politiche ed eventuali errori di stima per stabilire la distanza fra la rappresentazione fornita dai documenti e la realtà economica sottostante, per poi emendare i documenti contabili e renderli adeguati alle valutazioni successive.

Figura 1.9 – Strumenti di analisi tramite il bilancio d'esercizio



Fonte: K.G. Palepu, P.M. Healy & E. Peek (2013, p. 14)

Per formulare delle previsioni sul futuro delle prestazioni e la creazione di valore nella cornice degli scenari ritenuti più probabili, ci si appoggerà sugli andamenti attuali e trascorsi e sulle determinazioni quantitative discendenti dalla *financial analysis*. Grazie principalmente alle tecniche dell'analisi per quozienti e dell'analisi dei flussi di cassa i dati di bilancio aumentano la loro capacità informativa e diventano più adatti a formulare valutazioni sulle performance passate ed attuali dell'impresa, ad identificare come la gestione è stata condotta e come questi risultati sosterranno le performance future.⁷⁶

⁷⁶ *Idem*, p. 13-15.

CAPITOLO 2

RECEPIMENTO IN ITALIA DELLA DIRETTIVA 2013/34/UE: EFFETTI SULL'ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA

2.1 Applicabilità della disciplina e differenziazione dei bilanci

La Repubblica Italiana, con la firma dei trattati internazionali che istituirono la Comunità Economica Europea (CEE)¹ e sancirono la trasformazione nell'attuale Unione Europea (UE),² ha aderito alla costruzione di uno spazio economico comune con altri Paesi, per favorire il progresso e la cooperazione internazionale nel continente europeo. A tal fine, oltre a garantire il rispetto delle quattro libertà di circolazione riguardanti le persone, i capitali, le merci e i servizi e ad adottare una moneta comune, si è impegnata in un lungo processo di convergenza normativa che ha interessato diversi ambiti fra cui la produzione legislativa in materia di diritto commerciale e contabile, al fine di pervenire ad un'armonizzazione delle norme che regolano i rapporti commerciali fra soggetti privati.

Le norme emanate a livello europeo possono essere di vario tipo a seconda del loro grado di coerenza³, tra cui interessano in particolar modo:

- i regolamenti, che sono atti legislativi vincolanti e immediatamente applicabili all'interno di tutti i Paesi dell'Unione;
- le direttive, che impongono obiettivi e cornici regolatorie ma necessitano di essere introdotte all'interno del singolo ordinamento di ogni Stato attraverso atti legislativi di recepimento creati *ad hoc*. In Italia il recepimento delle direttive europee avviene solitamente tramite l'emanazione di decreti legislativi.

Le norme concernenti i rendiconti annuali delle società di capitali e dei gruppi aziendali sono state oggetto di particolare attenzione da parte del legislatore europeo in conseguenza del carattere di limitata responsabilità per le obbligazioni sociali che le

¹ Trattato di Roma del 25 marzo 1957, efficace a partire dal 1 gennaio 1958.

² Trattato di Maastricht firmato il 7 febbraio del 1992, entrato in vigore a partire dal 1 novembre 1993.

³ Regolamenti, direttive, decisioni, raccomandazioni e pareri (https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_it).

contraddistingue rispetto all'imprenditore individuale o alle società di persone. La Commissione Europea in particolare, laddove presenta la normativa sulla divulgazione (*disclosure*) delle informazioni finanziarie da parte delle imprese, attesta che:

"All limited liability companies have to prepare financial statements to monitor the health of their business and provide a true and fair view of their financial position. The EU has introduced rules to promote the convergence of accounting standards at global level and to ensure consistent and comparable financial reporting across the EU. Under EU rules, listed companies (those whose securities are traded on a regulated market) must prepare their consolidated financial statements in accordance with a single set of international standards called IFRS (international financial reporting standards). Other requirements apply to non-listed companies and small businesses."⁴

Si possono ravvisare già in queste brevi affermazioni le principali direttrici che ispirano la legislazione di derivazione comunitaria:

- la promozione della convergenza delle norme contabili per migliorare la comparabilità di bilanci fra imprese appartenenti allo spazio economico comune;
- la differenziazione delle regole applicabili secondo il tipo e la dimensione delle imprese;
- l'accoglimento dei principi contabili internazionali IFRS per la redazione dei bilanci consolidati e per le imprese che emettono strumenti quotati in mercati regolamentati.

In merito all'ultimo punto, il regolamento (CE) n. 1606/2002⁵ ha stabilito che, a partire dagli esercizi che iniziano dal 1° gennaio 2005, gli standard contabili internazionali emanati dall'*International Accounting Standards Board* (IASB) ed omologati con apposita procedura, siano utilizzati per la redazione dei conti consolidati delle società i cui valori mobiliari siano negoziati in mercati regolamentati. Lo stesso regolamento ha lasciato anche un margine discrezionale ai vari Stati per l'applicazione del regolamento ad altre tipologie societarie. L'Italia con il D.Lgs. 38/2005⁶ ha sfruttato

⁴ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting_en

⁵ Regolamento (CE) 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002, pubblicato in Gazzetta Ufficiale L 243 dell'Unione europea dell'11 settembre 2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali.

⁶ Decreto Legislativo 28 febbraio 2005, n. 38 "Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 21 marzo 2005.

tale margine stabilendo che i principi internazionali IAS/IFRS⁷ sostituiscano la normativa nazionale nella redazione dei bilanci consolidati e d'esercizio di alcuni tipi di società. Segnatamente, sono obbligate a redigere sia il rendiconto annuale sia l'eventuale consolidato secondo gli standard IAS/IFRS (artt. 3 e 4 D.Lgs. 38/2005):

- a) le società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di qualsiasi Stato membro dell'Unione europea, diverse dalle imprese di assicurazione,
- b) le società aventi strumenti finanziari (non quotati in mercati regolamentati ma) diffusi tra il pubblico in maniera rilevante, ex art. 116 del Testo Unico della Finanza (TUF),⁸ diverse dalle imprese di assicurazione,
- c) le banche italiane, le società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari, le società d'intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio, le società finanziarie, gli istituti di moneta elettronica.

Le società che esercitano attività assicurative ai sensi del D.Lgs. 173/1997,⁹ che ne disciplina la redazione dei conti annuali, dovranno attenersi ai principi contabili internazionali nella redazione della reportistica finanziaria in due casi:

- d) qualora debbano presentare il bilancio consolidato, ovvero
- e) qualora emettano strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di qualsiasi Stato membro dell'Unione europea.

Il D.Lgs. 38/2005 dà inoltre facoltà di applicazione dei suddetti principi internazionali ad altre categorie di società, con l'esclusione esplicita delle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata ex art. 2435-bis e seguenti c.c.:

⁷ I principi contabili emanati dallo IASB sono denominati *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Prima della sua fondazione nel 2001, le sue funzioni venivano assolte dall'*International Accounting Standards Committee* (IASC) il quale emanava gli *International Accounting Standards* (IAS), alcuni dei quali tuttora vigenti. Con la locuzione IAS/IFRS si intendono i relativi standard vigenti.

⁸ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: "*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F*" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998 - Supplemento Ordinario n. 52 e aggiornato su <http://www.consob.it>.

⁹ Decreto Legislativo 26 maggio 1997, n. 173 "*Attuazione della direttiva 91/674/CEE in materia di conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione*" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 143 del 21 giugno 1997.

- f) le società incluse, secondo i metodi di consolidamento integrale, proporzionale e del patrimonio netto, nel bilancio consolidato redatto dalle società in precedenza elencate,
- g) le rimanenti società che redigano il bilancio consolidato o solamente il bilancio d'esercizio e ritengano di non seguire la normativa e i principi contabili nazionali.

Analizzando le differenti previsioni di appartenenza e di esclusione di determinate tipologie di società dall'applicazione degli standard IAS/IFRS, si può ritenere che si siano voluti creare due àmbiti di applicazione distinti ed esemplificati in Tabella 2.1. Le imprese presenti come operatori istituzionali sui mercati dei capitali globali o che in essi ricercano primariamente i finanziamenti necessari alla loro attività, sono portati ad utilizzare un medesimo standard contabile a livello globale, rappresentato dai principi internazionali. Un'impresa assicurativa può invece sottrarsi a tale impegno solamente qualora non sia parte di un gruppo aziendale e non emetta strumenti finanziari di larga diffusione presso il pubblico.

Tabella 2.1 - Differenziazione della disciplina di bilancio

Società con titoli quotati o diffusi direttamente tra gli investitori	Società con titoli non quotati o non diffusi direttamente tra gli investitori
Disciplina Internazionale	Disciplina Nazionale
La disciplina di bilancio è rappresentata dagli International Financial Reporting Standard (IFRS) omologati dell'Unione Europea e pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, integrate da leggi speciali in ragione dell'attività svolta e dalle disposizioni delle relative autorità di vigilanza (e.g. Banca d'Italia per le banche ed intermediari finanziari)	La disciplina di bilancio è contenuta nel Codice civile (art. 2423 c.c. e seguenti) integrato e interpretato dai Principi contabili dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), integrate da leggi speciali in ragione dell'attività svolta e dalle disposizioni delle relative autorità di vigilanza (e.g. IVASS per le assicurazioni)

Fonte: adattamento da S. Azzali (2017, p. 4)

Questa suddivisione, che pure si pone all'interno di una cornice di progressiva armonizzazione delle fonti giuridiche e professionali nazionali e internazionali,¹⁰ si spiega con le diverse finalità che le due discipline perseguono e i diversi soggetti i cui interessi si punta maggiormente a tutelare. La disciplina nazionale è ispirata dalla

¹⁰ S. Azzali, *Il bilancio d'esercizio delle imprese. Le fonti giuridiche e professionali*, in S. Azzali (a cura di), *Financial reporting and Accounting Standards*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 1-5.

necessità di creazione di un sistema di regolazione degli scambi che favorisca l'iniziativa economica privata e tuteli pertanto tutti i terzi che hanno rapporti con l'impresa, in particolare coloro che soffrono maggiormente della naturale asimmetria informativa che si genera negli atti commerciali: i creditori. A tal fine cerca di limitare gli spazi di discrezionalità concessi agli amministratori nella valutazione delle poste contabili, evitando che si possano distorcere in senso esageratamente positivo i risultati della gestione e la consistenza del patrimonio aziendale, grazie ad un'applicazione più stringente del principio della prudenza e privilegiando il metodo del costo storico per la valutazione delle poste patrimoniali. Questa impostazione risulta particolarmente seguita, come si vedrà in seguito, per le imprese di dimensione ridotta che redigono un bilancio semplificato e con minore capacità informativa di dettaglio. D'altro canto, la disciplina internazionale è indirizzata a soddisfare principalmente i fabbisogni informativi dei finanziatori e degli investitori di un mercato oramai interconnesso globalmente e pertanto mira prima di tutto a mostrare un valore dell'impresa che si avvicini il più possibile al suo valore di mercato, basandosi quindi maggiormente su un'impostazione *fair value* nei processi di valutazione.¹¹ Inoltre, la disciplina internazionale aveva, già dalle prime formulazioni degli standard IAS, posto la prevalenza della sostanza economica del fatto gestionale rispetto alla sua forma giuridica come principio da seguire nella contabilizzazione degli accadimenti, mentre la normativa nazionale ha accolto in maniera esplicita tale posizione, che pure si individuava come necessaria per l'attendibilità del bilancio¹² solo recentemente e con varie eccezioni (e.g. il leasing finanziario). Per coloro che si accingono ad investire una parte della propria ricchezza e si confrontano con le indeterminatezze del processo decisionale corrispondente, la possibilità di confrontare più semplicemente e in maniera immediata i valori delle imprese quotate in diversi mercati internazionali ed allocare così in modo più efficiente il risparmio costituisce in sé una semplificazione che giustifica l'adozione di una disciplina meno improntata alla prudenza.

L'azione del legislatore europeo volta a sostenere la creazione di uno spazio economico retto da una normativa omogenea, non è stata rivolta solamente

¹¹ U. Sòstero, *Il bilancio d'esercizio secondo il codice civile e gli IFRS*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 129-135.

¹² E. Santesso, U. Sòstero, *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, Il Sole24Ore Pirola, Milano, (2 ed.), 1999, p. 63-66.

all'estensione dell'adozione dei principi contabili internazionali. I primi e più incisivi interventi di armonizzazione della normativa contabile per le società di capitali (e per le società di persone i cui soci illimitatamente responsabili siano a loro volta S.p.A., S.a.p.a. e S.r.l.)¹³ datano dalla fine degli anni Settanta, con l'emanazione di due direttive in seguito denominate «direttive contabili», la 78/660/CEE¹⁴ e la 83/349/CEE¹⁵, recepite con molti anni di ritardo dal legislatore italiano con il D.Lgs. 127/1991¹⁶ le quali operarono una reale riforma dei bilanci d'esercizio e consolidato. A distanza di trent'anni, entrambe sono state abrogate e sostituite dalla direttiva 2013/34/UE,¹⁷ recepita nel nostro Paese tramite due distinti decreti legislativi, i quali distinguono la parte riguardante i conti annuali e i conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari nel D.Lgs. 136/2015, e la parte relativa alla disciplina del bilancio di esercizio e di quello consolidato per le società di capitali nel D.Lgs. 139/2015¹⁸ (d'ora in poi denominato anche «Decreto Bilanci»). Quest'ultimo decreto applicabile ai bilanci con esercizio avente inizio a partire dal 1° gennaio 2016, o data successiva, ha apportato una serie di modifiche che sono seconde per portata e impatto solamente alla riforma del 1991.

La prima modifica di rilievo portata dalla direttiva 2013/34/UE, riguarda la nuova suddivisione fra classi d'impresa *“based on thresholds concerning turnover, total assets*

¹³ L'art. 111-duodecies disp. att. c.c. recita che: “Qualora tutti i loro soci illimitatamente responsabili, di cui all'articolo 2361, comma secondo, del codice, siano società per azioni, in accomandita per azioni o società a responsabilità limitata, le società in nome collettivo o in accomandita semplice devono redigere il bilancio secondo le norme previste per le società per azioni; esse devono inoltre redigere e pubblicare il bilancio consolidato come disciplinato dall'articolo 26 del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, ed in presenza dei presupposti ivi previsti”.

¹⁴ Quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società, Gazzetta ufficiale n. L 222 del 14/08/1978.

¹⁵ Settima direttiva 83/349/CEE del Consiglio, del 13 giugno 1983, relativa ai conti consolidati, Gazzetta Ufficiale n. L 193 del 18/07/1983.

¹⁶ Decreto Legislativo 9 aprile 1991, n. 127 *“Attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69”* pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 90 del 17 aprile 1991.

¹⁷ Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio (GU L 182 del 29.6.2013, p. 19-76).

¹⁸ Decreto Legislativo 18 agosto 2015, n. 139 *“Attuazione della direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, per la parte relativa alla disciplina del bilancio di esercizio e di quello consolidato per le società di capitali e gli altri soggetti individuati dalla legge”* pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 205 del 4-9-2015.

and number of employees"¹⁹ e con essa la relativa segmentazione della normativa applicabile per la redazione del bilancio di esercizio di quelle società che non applicano la disciplina internazionale citata in precedenza. La nuova direttiva contabile prevede nel Capo 1 la suddivisione delle società secondo criteri quantitativi dimensionali (grandi imprese, medie imprese, piccole imprese e microimprese) o un parametro qualitativo inerente il tipo di attività svolta (enti di interesse pubblico) e che si può far risalire alla prassi internazionale che include nelle grandi imprese, le società che svolgono gestioni di tipo fiduciario o emettono titoli quotati o diffusi presso il pubblico.²⁰

Il Decreto Bilanci ha così previsto l'allargamento della platea delle società che hanno facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata e soprattutto la creazione *ex novo* della categoria delle microimprese con il contestuale inserimento dell'art. 2435-ter nel Codice civile. Quest'ultimo prende a riferimento l'art. 2435-bis dedicato alle imprese che non hanno emesso titoli negoziati in mercati regolamentati e optano per la redazione del bilancio abbreviato e vi aggiunge ulteriori semplificazioni ed esenzioni in merito ai documenti da presentare, alle informazioni presenti all'interno dei suddetti documenti e ai criteri di valutazione applicabili. In merito ai criteri di valutazione, l'art. 2435-bis penultimo comma prevede che: *"Le società che redigono il bilancio in forma abbreviata, in deroga a quanto disposto dall'articolo 2426, hanno la facoltà di iscrivere i titoli al costo di acquisto, i crediti al valore di presumibile realizzo e i debiti al valore nominale"*, potendo quindi scegliere di non applicare il metodo del costo ammortizzato, evidentemente ritenuto fonte di complicazione e troppo gravoso da seguire contabilmente. In più, per le sole microimprese, *"Non sono applicabili le disposizioni di cui al quinto comma dell'articolo 2423 e al numero 11-bis del primo comma dell'articolo 2426"*²¹. Pertanto esse non potranno derogare dalle norme civilistiche in casi eccezionali di incompatibilità delle stesse con la rappresentazione veritiera e corretta, né iscrivere e valutare gli strumenti finanziari derivati presenti in bilancio al loro *fair value*.

Si riportano in Tabella 2.2, i nuovi parametri quantitativi scelti dal legislatore italiano per delimitare le tre categorie dimensionali d'impresa, la definizione strutturale del fascicolo di bilancio in relazione alla completezza informativa richiesta e le diverse

¹⁹ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting_en

²⁰ M. Pozzoli, M. Venuti, *Il bilancio delle PMI nel contesto internazionale*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 10-11-12, 2015, pp. 410-411.

²¹ Articolo 2435-ter penultimo comma c.c.

possibilità accordate in merito alle norme applicabili ed ai principi di valutazione consentiti per ogni classe d'impresa.

Tabella 2.2 - Differenziazione della disciplina nazionale per dimensione aziendale

<i>Imprese medio-grandi</i>	<i>Imprese piccole</i>	<i>Microimprese</i>
Bilancio in forma ordinaria	Bilancio in forma abbreviata (ex art. 2435-bis c.c.)	Bilancio delle microimprese (ex art. 2435-ter c.c.)
Imprese che nel primo esercizio o, successivamente, per 2 esercizi consecutivi superano almeno 2 dei seguenti limiti: - totale dell'attivo patrimoniale: € 4.400.000; - totale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni: € 8.800.000; - dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.	Imprese che nel primo esercizio o, successivamente, per 2 esercizi consecutivi non superano almeno 2 dei seguenti limiti: - totale dell'attivo patrimoniale: € 4.400.000; - totale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni: € 8.800.000; - dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.	Imprese che nel primo esercizio o, successivamente, per 2 esercizi consecutivi non superano almeno 2 dei seguenti limiti: - totale dell'attivo patrimoniale: € 175.000; - totale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni: € 350.000; - dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità.
Il contenuto minimale del bilancio: 1. Stato patrimoniale, 2. Conto economico, 3. Rendiconto finanziario, 4. Nota integrativa 5. Relazione sulla gestione.	Il contenuto minimale del bilancio: 1. Stato patrimoniale, 2. Conto economico, 3. Nota integrativa.	Il contenuto minimale del bilancio: 1. Stato patrimoniale, 2. Conto economico.
- Utilizzo del criterio del costo ammortizzato - Facoltà di deroga alla norma se incompatibile con rappresentazione veritiera e corretta - Derivati iscritti al <i>fair value</i>	- Facoltà di non usare il criterio del costo ammortizzato - Facoltà di deroga alla norma se incompatibile con rappresentazione veritiera e corretta - Derivati iscritti al <i>fair value</i>	- Facoltà di non usare il criterio del costo ammortizzato - Nessuna deroga alla norma se incompatibile con rappresentazione veritiera e corretta - Non applicabile la disciplina degli strumenti finanziari derivati

Fonte: adattamento da S. Azzali (2017, p. 6)

Nell'utilizzo dei margini di discrezionalità concessi dalla direttiva 2013/34/UE, si sottolinea come siano stati innalzati i valori relativi ai totali dell'attivo patrimoniale e dei ricavi delle vendite e delle prestazioni (in precedenza rispettivamente fissati a € 3.125.000 e € 6.250.000 dal D.Lgs. 203/2001) in misura superiore all'inflazione italiana

riscontrata negli ultimi tre lustri,²² aumentando pertanto *ceteris paribus* l'area di virtuale impiego della norma e il numero di imprese che ragionevolmente la potranno sfruttare. Inoltre, si fa notare come le soglie che definiscono la categoria delle microimprese corrispondano alla metà del massimo stabilito dalla direttiva contabile, laddove d'altro canto non è stata colta la possibilità di definire l'ulteriore categoria delle imprese di medie dimensioni, ma si è preferito accorparle nel regime ordinario.

Talora controversa è la determinazione del momento a partire dal quale si possa sfruttare la facoltà di rappresentazione abbreviata concessa dal legislatore posto che la formulazione del primo comma di entrambi gli articoli *“nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti”* può indurre a ritenere che già nel secondo esercizio in cui non si siano superate due delle tre soglie si possa optare per il bilancio abbreviato. Questo poiché si parla di due «esercizi» successivi e non di due «bilanci» successivi. Le previsioni contenute negli ultimi commi non aiutano a chiarirne il significato. Ad esempio, l'ultimo comma dell'art. 2435-ter recita: *“Le società che si avvalgono delle esenzioni previste del presente articolo devono redigere il bilancio, a seconda dei casi, in forma abbreviata o in forma ordinaria quando per il secondo esercizio consecutivo abbiano superato due dei limiti indicati nel primo comma”*. Si potrebbe così inferire che una volta terminato l'esercizio, effettuato le chiusure dei conti e accertato la presenza (o l'assenza) dei requisiti per il secondo anno consecutivo si possa già cambiare il regime di redazione del bilancio per l'esercizio appena trascorso. A questo proposito anche le fonti professionali non risolvono completamente l'ambiguità. Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili (CNDCEC) e Confindustria hanno rilasciato a marzo 2017 una guida per la prima applicazione delle novità introdotte dalla riforma in cui stabiliscono:

“In sede di prima adozione, si segnala l'opportunità di verificare il rispetto delle predette condizioni con riguardo agli esercizi 2015 e 2016. Tale impostazione consentirebbe, in questa fase, un'adozione delle nuove previsioni immediata e in linea con le previsioni dell'Unione, volte a ridurre gli oneri amministrativi

²² Tenendo conto della rivalutazione monetaria misurata dall'indice CPI senza tabacchi rilevato dall'ISTAT fra l'aprile 2001 e l'agosto 2015, le medesime soglie adeguate all'inflazione italiana sarebbero dovute essere rispettivamente € 4.012.500 e € 8.025.000 (<https://rivaluta.istat.it>).

per le realtà di minori dimensioni. L'alternativa di dover verificare il rispetto dei limiti anche per il 2014 in questa specifica fase sembrerebbe eccessiva.”²³

Questo recente orientamento più favorevole alla semplificazione contrasta però con una precedente interpretazione sempre del CNDCEC di novembre 2012 in cui era più marcato il carattere della prudenza nell'attuazione della norma:

“Pur esistendo diverse interpretazioni sul significato delle parole “per due esercizi consecutivi” e “per il secondo esercizio consecutivo”, in un'ottica prudenziale si ritiene opportuno usufruire della facoltà prevista dal primo comma a partire dal bilancio relativo all'esercizio successivo a quello nel quale non vengono superati per la seconda volta i limiti. Invece, ai fini dell'obbligo di redigere in forma ordinaria il bilancio, si suggerisce di provvedere sin dal bilancio relativo all'esercizio nel quale, per la seconda volta consecutiva, vengono superati i detti limiti.”²⁴

Tale comportamento ondivago non è certo d'ausilio agli amministratori nel processo decisionale, ma si segnala che anche parte della dottrina si schiera con l'interpretazione più recente e diretta a una repentina applicazione delle semplificazioni, qualora ne ricorrano le condizioni.²⁵

Il contenuto minimale del bilancio descritto in Tabella 2.2 individua i documenti che necessariamente devono essere predisposti e presentati qualora ci si avvalga per intero delle possibili esenzioni stabilite dalla normativa. A titolo d'esempio, l'art. 2435-ter recita che le microimprese sono esonerate dalla presentazione:

- del Rendiconto finanziario in ogni caso (come nelle piccole imprese);
- della Nota integrativa quando in calce allo Stato patrimoniale risultino le informazioni previste dal primo comma dell'art. 2427, numeri 9) e 16);
- della Relazione sulla gestione quando in calce allo Stato patrimoniale risultino le informazioni richieste dai numeri 3) e 4) dell'art. 2428.

Per tali società, quindi, il fascicolo di bilancio potrà essere composto solamente dal Conto economico e dallo Stato patrimoniale, laddove questo venga integrato in calce da

²³ CNDCEC-Confindustria, *Problematiche e soluzioni operative per il passaggio alle disposizioni del D.Lgs. 139/2015 e ai Principi contabili nazionali*, <http://www.cndcec.it>, marzo 2017.

²⁴ CNDCEC, *La redazione del bilancio delle società di minori dimensioni: disposizioni normative e criticità*, <http://www.cndcec.it>, novembre 2012.

²⁵ Cfr. U. Sòstero, *op.cit.*, p. 223; P. Ferrarese, G. Cristofori, *Il bilancio in forma abbreviata*, Il Sole24Ore, Milano, 2004, pp. 42-43.

informazioni concernenti i conti d'ordine, i rapporti a contenuto patrimoniale con sindaci e amministratori e le azioni proprie e delle controllanti. Questi due prospetti, in virtù del richiamo all'art. 2435-bis, saranno predisposti inoltre in una versione già snellita rispetto al modello ordinario, posto che nel bilancio in forma abbreviata lo Stato patrimoniale comprende solo le voci contrassegnate nell'art. 2424 con lettere maiuscole e con numeri romani; le voci A e D dell'attivo possono essere comprese nella voce C.II; la voce E del passivo può essere compresa nella voce D; nelle voci C.II dell'attivo e D del passivo devono essere separatamente indicati i crediti e i debiti esigibili oltre l'esercizio successivo. Il Conto economico del bilancio in forma abbreviata prevede che le seguenti voci previste dall'articolo 2425 possano essere tra loro raggruppate:

- le variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti, e le variazioni dei lavori in corso su ordinazione (voci A.2 e A.3);
- tutte le spese per personale, eccetto salari e stipendi e gli oneri sociali (voci B.9.c, B.9.d, B.9.e);
- tutti gli ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni (voci B.10.a, B.10.b, B.10.c)
- i proventi da titoli iscritti nelle immobilizzazioni e quelli iscritti nell'attivo circolante (voci C.16.b e C.16.c)
- tutte le rettifiche di valore di attività e passività finanziarie distinguendole in rivalutazioni (voci D.18.a, D.18.b, D.18.c, D.18.d) e svalutazioni (voci D.19.a, D.19.b, D.19.c, D.19.d).

Una delle finalità dichiarate della direttiva contabile, oltre a garantire la chiarezza e la comparabilità dei bilanci non redatti secondo gli IAS/IFRS, era per l'appunto quella di limitare gli oneri amministrativi e prevedere norme di rendicontazione semplici e solide soprattutto per le piccole e medie imprese (PMI)²⁶ attuando il principio di *"pensare soprattutto in piccolo"*. Si prendeva atto degli orientamenti della Commissione inerenti al considerare le PMI non una versione rimpicciolita della grande impresa ma una tipologia con operatività amministrativa e tipologia di *stakeholder* diverse. Esse costituiscono, in

²⁶ La Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, recita all'art. 2: "La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR".

effetti, l'ossatura del sistema imprenditoriale europeo e soprattutto italiano giacché, secondo i dati dell'*Annual Report on European SME 2015/2016*, rappresentano il 99,81% del totale delle imprese del settore non finanziario (99,92% in Italia), occupando il 66,76% delle persone (79,28% in Italia) e producendo il 57,39% del valore aggiunto (67,97% in Italia).²⁷ Tale importanza e la considerazione di non voler addossare lo stesso regime di *disclosure* e i relativi carichi amministrativi (*administrative burden*) ad aziende con strutture produttive e complessità gestionali ridotte, hanno portato alla previsione di un regime quanto mai particolare: basato sullo stesso *framework* e gli stessi principi generali di bilancio, ma alleggerito in termini di informazioni da presentare e con qualche semplificazione inerente le rilevazioni e valutazioni. Si assume che, secondo la dottrina prevalente,²⁸ a dimensione diversa debba corrispondere diversa regolazione in quanto i destinatari esterni si riducono ai soci non amministratori, i partner commerciali, l'erario e le banche e quindi sarebbero sovrabbondanti i costi di conformità normativa (*compliance*) richiesti dal modello ordinario.

Se l'intenzione si può definire sicuramente lodevole e realizzata con modalità in linea con gli scopi della direttiva e con l'esigenza di fornire comunque un'informativa sufficiente per apprezzare l'andamento della gestione aziendale,²⁹ si deve far rilevare altresì che la mancanza di molte informazioni di dettaglio all'interno del sistema di bilancio limita fortemente l'opera degli analisti esterni nel tracciare indicatori economico-finanziari che supportino l'analisi di bilancio. In più, l'esenzione totale dalla redazione del Rendiconto finanziario per un'ampia platea di imprese costituisce una mancanza insanabile nell'apprezzamento della dinamica monetaria e quindi dell'economicità delle aziende prese in considerazione. Se le piccole imprese sono per definizione meno capitalizzate e con minori flussi di ricavi, la dinamica monetaria dell'ultimo esercizio fornisce indicatori ben più apprezzabili sulla capacità di poter sostenere gli investimenti e convertire nel breve termine i risultati economici in flussi di pagamento verso i creditori. La minore complessità gestionale, inoltre, diminuirebbe comunque i costi e tempi dell'analisi dei flussi necessaria alla redazione del Rendiconto

²⁷ http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review-2016_en.

²⁸ M. Pozzoli, M. Venuti, *op.cit.*, pp. 412-416.

²⁹ Si veda U. Sòstero, *op.cit.*, p. 225-229, nonostante le perplessità espresse sul contenuto alquanto lacunoso della Nota integrativa e della Relazione sulla gestione.

finanziario, per quanto essa sia più laboriosa di una semplice riclassificazione secondo il criterio finanziario o del calcolo di pochi indicatori di liquidità.

Il legislatore italiano avrebbe potuto opportunamente alleviare tale carenza fissando delle soglie dimensionali per la definizione delle microimprese superiori rispetto a quelli adottati e prevedendo solo per questa categoria la possibilità di avvalersi dell'esenzione dalla redazione del Rendiconto finanziario. In alternativa, era possibile stabilire delle configurazioni obbligatorie del Rendiconto finanziario particolarmente semplificate per le imprese di ridotta complessità gestionale,³⁰ o quantomeno l'indicazione nella Nota integrativa degli elementi principali descrittivi dell'equilibrio finanziario dinamico quali il flusso di cassa della gestione caratteristica, la variazione del capitale circolante netto operativo, il flusso finanziario generato dalle attività operative, d'investimento e di finanziamento. In questi modi si sarebbero potute meglio contemperare le contrapposte esigenze di semplificazione e riduzione degli oneri amministrativi delle imprese di minori dimensioni con l'esigenza di fornire a favore dei terzi una rappresentazione più completa del loro grado di economicità.

In sintesi, la nuova direttiva contabile 2013/34/UE detta una normativa che sostituisce e rinnova le direttive contabili precedenti, si applica un'amplissima platea di imprese che non ricadono nell'applicazione del regolamento (CE) n. 1606/2002 e non utilizzano gli standard IAS/IFRS nella redazione dell'informativa finanziaria. A sua volta modula gli interventi di armonizzazione della normativa contabile per classi d'imprese proprio in direzione dei principi contabili internazionali più consolidati, lasciando comunque margini di azione ai vari legislatori nazionali nel recepimento degli obiettivi statuiti. Come verrà sottolineato in seguito, il legislatore italiano è stato particolarmente solerte nell'imboccare tale direzione.

2.2 Principali modifiche allo Stato patrimoniale

Prima di evidenziare le modifiche intervenute agli schemi contabili e ai criteri di rilevazione e valutazione delle poste di bilancio corre l'obbligo di annotare, tra le innovazioni innestate con la nuova disciplina, l'inserimento in maniera esplicita nel dettato codicistico dei postulati di rilevanza e di prevalenza della sostanza sulla forma.

³⁰ Sulle aziende di ridotta complessità gestionale, si veda P. Ferrarese, *Il Sistema informativo-gestionale per le aziende di ridotta complessità*, Cafoscarina, Venezia, 2006, p. 34-37.

Il Decreto Bilanci, fermo restando gli obblighi di tenuta delle scritture contabili, ha inserito nell'art. 2423 c.c. un inedito quarto comma secondo cui *“non occorre rispettare gli obblighi in tema di rilevazione, valutazione, presentazione e informativa quando la loro osservanza abbia effetti irrilevanti al fine di dare una rappresentazione veritiera e corretta”*, illustrandone in Nota integrativa le modalità. S’inserisce così formalmente il principio di significatività e rilevanza delle informazioni da riportare in bilancio, in modo da porre un filtro alle stesse per conseguire una rappresentazione chiara, veritiera e corretta degli equilibri finanziari ed economici della società. Regola questa che la dottrina, ed i principi contabili nazionali (OIC 11 Bilancio d’esercizio, finalità e postulati) ed internazionali da tempo indicavano come necessaria a mantenere l’utilità del bilancio per i destinatari e a cui sporadicamente anche il Codice civile accennava in alcune previsioni di dettaglio.³¹ Il richiamo agli obblighi di tenuta delle scritture contabili dovrebbe costituire un argine contro un’eccessiva discrezionalità degli amministratori a derogare alle stesse. In attesa della revisione del principio OIC 11³² si può considerare rilevante un’informazione la cui omissione o errata indicazione possa influenzare le decisioni prese da investitori, finanziatori e altri creditori della società, avendo a mente il contesto complessivo del bilancio (i.e. l’effetto cumulato delle deroghe di cui ci si avvale) e valutando l’informazione rilevante dal punto di vista quantitativo e qualitativo. Esempi applicativi del postulato di rilevanza si potranno avere:

- nella decisione di non utilizzare il criterio del costo ammortizzato per iscrivere i crediti e debiti con scadenza inferiore ai 12 mesi o nella decisione di non attualizzare il credito (o debito) il cui tasso d’interesse effettivo contrattuale non sia significativamente distante da quello di mercato, illustrando in Nota integrativa le politiche adottate;³³
- non applicando il criterio del costo ammortizzato ai titoli di debito detenuti presumibilmente in portafoglio per un periodo inferiore ai 12 mesi oppure, in caso

³¹ E. Santesso, U. Sòstero, *op.cit.*, p. 66-69.

³² La bozza del nuovo OIC 11 *Finalità e postulati del bilancio d’esercizio*, è in consultazione fino al 13 novembre 2017.

³³ Cfr. OIC 11, *Finalità e postulati del bilancio d’esercizio*, Bozza per la consultazione, par. 31-39; S. Palestini, G. Giammarini, *Impatto sugli indici di bilancio ed aspetti fiscali ex Decreto Bilanci*, in «Amministrazione & Finanza», n. 2/2017, p. 8.

contrario, se le differenze fra valore iniziale e valore a scadenza sono di scarso rilievo, illustrando in Nota integrativa le politiche adottate.³⁴

Allo stesso modo, si è modificato l'art. 2423-bis recante i principi di redazione di bilancio, riformulando in modo più chiaro il primo comma. Dopo l'indicazione della valutazione delle voci secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, è stata cassata l'ambigua indicazione di tenere conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo e del passivo considerato ed è stata sostituita introducendo il numero 1-bis secondo cui *“la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto”*. Il postulato della rappresentazione sostanziale è stato così affermato più chiaramente ma occorre notare come vi siano anche nel novellato codice, disposizioni che indicano modalità di contabilizzazione di operazioni, quali il leasing finanziario, che contrastano con questo principio e portano ad iscrizioni in bilancio ancorate alla forma giuridico-contrattuale degli stessi.³⁵ Anche in questo caso se la sostanza rappresenta l'essenza economica dell'evento o del fatto, magari scomposta e celata in più contratti fra loro collegati, maggiori indicazioni in merito si attendono dal rinnovato principio contabile OIC 11.

2.2.1 Adozione nuovo schema di Stato Patrimoniale

La disamina dei principali cambiamenti introdotti dall'art. 6 del D.Lgs. 139/2015 e della loro influenza sull'attività di analisi di bilancio prevede di prendere in esame le modifiche allo schema di Stato patrimoniale. Si riporta in Tabella 2.3 il nuovo schema contabile patrimoniale con evidenziazione delle correzioni apportate dalla nuova formulazione dell'art. 2424 del Codice. Le voci sottolineate sono state aggiunte o spostate mentre quelle barrate sono state cancellate dalla nuova norma.

Tabella 2.3 – Schema novellato di Stato patrimoniale ex art 2424 c.c. con interventi correttivi

ATTIVO	PASSIVO E NETTO
A) Crediti verso soci per versamenti 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.
	II - Riserva da soprapprezzo delle azioni
	III - Riserve di rivalutazione.

³⁴ OIC 20, *Titoli di debito*, 22 dicembre 2016, par. 39.

³⁵ S. Palestini, G. Giammarini, *op.cit.*, p. 9.

<p>I) Immobilizzazioni immateriali: 1) costi di impianto e di ampliamento; 2) costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità; 3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno; 4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili; 5) avviamento; 6) immobilizzazioni in corso e acconti; 7) altre. Totale.</p> <p>II) Immobilizzazioni materiali: 1) terreni e fabbricati; 2) impianti e macchinario; 3) attrezzature industriali e commerciali; 4) altri beni; 5) immobilizzazioni in corso e acconti. Totale.</p> <p>III) Immobilizzazioni finanziarie, con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo: 1) partecipazioni in: a) imprese controllate; b) imprese collegate; c) imprese controllanti; d) imprese sottoposte al controllo delle controllanti; d-bis) altre imprese; 2) crediti: a) verso imprese controllate; b) verso imprese collegate; c) verso controllanti; d) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti; d-bis) verso altri 3) altri titoli; 4) strumenti finanziari derivati attivi azioni proprie, con indicazione anche del valore nominale complessivo. Totale. Totale immobilizzazioni (B)</p> <p>C) Attivo circolante: I) Rimanenze: 1) materie prime, sussidiarie 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; 5) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti; 5-bis) crediti tributari; 5-ter) imposte anticipate; 5-quater) 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;</p>	<p>IV - Riserva legale. V - Riserve statutarie. VI - Altre riserve, distintamente indicate. Riserva per azioni proprie in portafoglio VII - Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi. VIII - Utili (perdite) portati a nuovo. IX - Utile (perdita) dell'esercizio. X - Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio. Totale.</p> <p>B) Fondi per rischi e oneri: 1) per trattamento di quiescenza e obblighi simili; 2) per imposte, anche differite; 3) strumenti finanziari derivati passivi; 4) altri.</p> <p>C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato.</p> <p>D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo: 1) obbligazioni; 2) obbligazioni convertibili; 3) debiti verso soci per finanziamenti; 4) debiti verso banche; 5) debiti verso altri finanziatori; 6) acconti; 7) debiti verso fornitori; 8) debiti rappresentati da titoli di credito; 9) debiti verso imprese controllate; 10) debiti verso imprese collegate; 11) debiti verso controllanti; 11-bis) debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti; 12) debiti tributari; 13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale; 14) altri debiti. Totale.</p> <p>E) Ratei e risconti. con separata indicazione dell'aggio su prestiti</p>
---	---

<p>3-bis) partecipazioni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti:</p> <p>4) altre partecipazioni;</p> <p>5) strumenti finanziari derivati attivi; azioni proprie, con indicazione anche del valore nominale complessivo.</p> <p>6) altri titoli.</p> <p>Totale.</p> <p>IV) Disponibilità liquide:</p> <p>1) depositi bancari e postali;</p> <p>2) assegni;</p> <p>3) danaro e valori in cassa.</p> <p>Totale.</p> <p>Totale attivo circolante (C).</p> <p>D) Ratei e risconti con separata indicazione del disaggio su prestiti.</p>	
---	--

Fonte: elaborazione personale su art. 2424 c.c.

2.2.2 Cancellazione dei costi di ricerca e pubblicità e modifica ammortamento immobilizzazioni immateriali

Partendo dalla sezione attivo, si noti la cancellazione dalla voce B.I.2 «costi di sviluppo» delle spese di ricerca e di pubblicità che potevano in precedenza essere capitalizzate, in presenza di specifiche condizioni, come oneri pluriennali. La vecchia formulazione del principio OIC 24 Immobilizzazioni immateriali distingueva, da una parte, la ricerca di base che per la sua natura generica faceva sorgere costi d'esercizio e, dall'altra, la ricerca applicata e lo sviluppo, che potevano essere ricomprese fra gli oneri pluriennali da capitalizzare e ammortizzare in un periodo non superiore ai cinque anni.

La nuova versione dell'OIC 24 pubblicata a dicembre 2016 distingue solo fra attività di ricerca di base e attività di sviluppo. Esso stabilisce che i costi di sviluppo differiscano da quelli di ricerca di base, poiché la seconda è *“un'indagine originale e pianificata intrapresa con la prospettiva di conseguire nuove conoscenze e scoperte, scientifiche o tecniche, che si considera di utilità generica alla società”* mentre la prima costituisce un'applicazione di ricerche precedenti, sostenute in proprio o acquisite all'esterno, che sia contraddistinta da una pianificazione e progettualità tali da prevedere la realizzazione di un *item* caratterizzato da novità o sostanziale miglioramento rispetto allo *status quo*. Questo prodotto può essere un materiale, un dispositivo, un processo o sistema o un servizio³⁶ i cui costi relativi al personale impiegato per la realizzazione, ai materiali e servizi utilizzati, all'ammortamento dei cespiti materiali e dei beni immateriali impiegati e di altri costi indiretti devono soddisfare, come per gli altri oneri

³⁶ OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, 22 dicembre 2016, par. 46-48.

pluriennali, tre requisiti: dimostrare la propria utilità futura in piano economico che delinei le condizioni gestionali, produttive e di mercato che la giustifichino; dimostrare la correlazione oggettiva con i connessi benefici futuri; poter stimare il proprio recupero con ragionevole certezza.³⁷ In particolare, questi costi non solo devono essere attinenti a uno specifico progetto ma devono:

- *“essere relativi ad un prodotto o processo chiaramente definito, nonché identificabili e misurabili [...]*
- *essere riferiti ad un progetto realizzabile, cioè tecnicamente fattibile, per il quale la società possieda o possa disporre delle necessarie risorse.; [...]*
- *essere recuperabili”*.³⁸

La mancanza di chiarezza concernente la connessione con un dato prodotto o processo realmente identificabile, realizzabile e misurabile e che possa ragionevolmente ripagare gli investimenti sostenuti causa la mancata capitalizzazione e l’inserimento dei suddetti oneri fra i costi di periodo che transitano in Conto economico. Si può pertanto pronosticare che i redattori del bilancio, all’interno di un processo di creazione e accumulazione di nuove conoscenze, adotteranno un’interpretazione il più possibile estensiva del concetto di sviluppo, dato il confine oggettivamente sfuggente della definizione fra la ricerca applicata e lo sviluppo vero e proprio. Si nota altresì che questa suddivisione fra le due fattispecie ricalca da vicino le previsioni statuite dal principio internazionale IAS 38 *Intangible Assets*.³⁹

In merito alle conseguenze sull’analisi finanziaria, la cancellazione delle spese di ricerca e di pubblicità, stante la mancata previsione di un regime transitorio, potrà comportare nei bilanci 2016 una riclassificazione delle somme capitalizzate a tale titolo negli esercizi precedenti. In particolare le spese di pubblicità non ancora ammortizzate potranno essere ricomprese nella voce B.I.1 “costi di impianto e di ampliamento” solo se riconducibili ai costi di *start-up*, mentre i costi di ricerca capitalizzati che soddisfino i criteri di cui sopra rimarranno iscritti nella medesima voce. I precedenti oneri pluriennali che non soddisfino detti criteri dovranno eliminati dalla voce B.I.2 dell’attivo

³⁷ *Idem*, par. 40.

³⁸ *Idem*, par. 49.

³⁹ M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I. Analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione*, Cafoscarina, Venezia, 2017, p. 93-95.

dello Stato patrimoniale e gli effetti saranno rilevati in bilancio retroattivamente ai sensi dell'OIC 29,⁴⁰ causando delle differenze fra i saldi di chiusura dei bilanci 2015 e il nuovo valore d'iscrizione delle attività al 1° gennaio 2016. Ciò causerà ripercussioni sul calcolo degli aggregati e il loro confronto con i corrispondenti degli esercizi passati.

Si ricorda infine che il novellato art. 2426, al n. 5 del primo comma prevede che i costi d'impianto e d'ampliamento ed i costi di sviluppo aventi utilità pluriennale possano essere iscritti solo con il consenso del collegio sindacale e che fino al loro completo ammortamento si possano distribuire dividendi solo in presenza di riserve disponibili sufficienti a coprire l'ammontare dei costi non ammortizzati. Il periodo di ammortamento massimo dei costi d'impianto e ampliamento rimane di cinque anni, laddove i costi di sviluppo si ammortizzano in un periodo corrispondente alla loro vita utile che, se non fosse possibile stimare in maniera attendibile, non può superare i cinque anni. Anche l'avviamento ha subito una modifica in tal senso: potrà essere ammortizzato in un periodo conforme alla vita utile stimata al momento della rilevazione iniziale e in ogni caso non superiore ai 20 anni. Qualora fosse impossibile una stima attendibile, il periodo d'ammortamento non potrà superare i dieci anni.⁴¹ Anche questi cambiamenti potranno comportare ricalcoli dei periodi di ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e delle quote relative per riallinearli alle nuove norme.

2.2.3 Imprese sottoposte al controllo delle controllanti

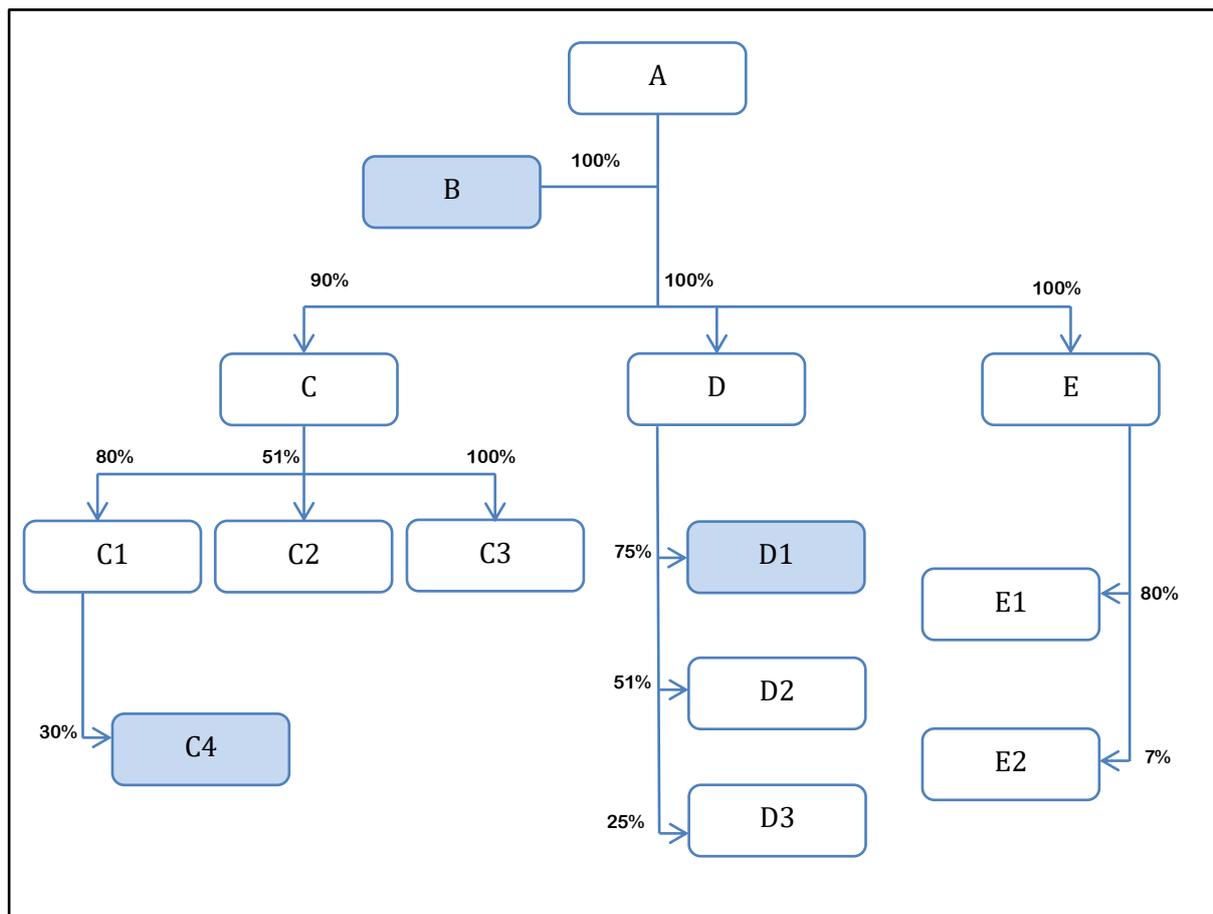
All'interno delle partecipazioni e dei crediti iscritti all'attivo, suddivisi a loro volta fra le immobilizzazioni finanziarie oppure nell'attivo circolante secondo che siano destinati ad essere utilizzati durevolmente o meno, sono state inserite *ex novo* delle voci che aumentano il livello di dettaglio nella rappresentazione dei rapporti finanziari con aziende controllanti, controllate e collegate. In aggiunta a queste tre casistiche che rimandano direttamente alle fattispecie di controllo e collegamento descritte nel Codice civile all'art. 2359, si è deciso di inserire un'ulteriore categoria che individua le partecipazioni detenute o i crediti concessi ad altre imprese sottoposte al controllo delle controllanti. Il rapporto con queste ultime non è sovrapponibile alla nozione di

⁴⁰ OIC 24, cit. par. 100-101.

⁴¹ *Idem*, par. 66-70.

collegamento «diretto» poiché, ai sensi del terzo comma del succitato articolo: “Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati”. In questo caso il collegamento è di tipo «indiretto», nel senso che avviene attraverso la mediazione dell'impresa controllante che risulta essere il fattore comune della *liaison*.

Figura 2.4 – Esempio di imprese sottoposte al controllo della controllante



Fonte: elaborazione personale

In Figura 2.4 viene rappresentata la struttura di un determinato gruppo «Alfa». Escludendo eventuali influenze dominanti diverse dalle partecipazioni azionarie ipotizzate e dal numero di voti esercitabili in assemblea ordinaria, la società B considera quali imprese sottoposte al controllo della controllante le società: C, C1, C2, C3 (C4 no perché è collegata e non controllata da C1), D, D1, D2 (D3 no perché è collegata di D), E, E1 (E2 no poiché è un investimento minore). Per la società C4, invece, non vi sono

imprese controllate dalla controllante facenti parte del gruppo Alfa. Viceversa, l'impresa D1 dovrà iscrivere separatamente in bilancio le operazioni intrattenute con le società B, C, C1, C2, C3, D2 (non D perché è la sua controllante, né D3 perché è collegata e non controllata da D), E, E1 (E2 no poiché è un investimento minore).

In sintesi questa categoria è costituita da:

- le società controllate dalla controllante diretta e diverse dalle proprie controllate;
- le società controllate dalle controllanti indirette e diverse dalle proprie controllate.

Ne sono escluse invece:

- le proprie controllate, collegate e controllanti che ricevono evidenziazione specifica in altre voci di bilancio;
- gli investimenti minori, le collegate e le altre imprese del gruppo che non rientrano nell'area di consolidamento.⁴²

Prima di questa modifica, i rapporti intrattenuti con questa tipologia di imprese erano riportati unicamente all'interno della Relazione sulla gestione stante la previsione numero 2), terzo comma dell'art. 2428.

Attraverso l'inserimento di questa indicazione aggiuntiva si dettagliano ancora di più le dinamiche e le consistenze a fine esercizio dei flussi finanziari che avvengono in seno ad un gruppo di imprese, le quali possono subire influenze reciproche a vari livelli e gradazioni, separandole dalle operazioni intrattenute con aziende extra-gruppo. È evidente la volontà del legislatore di presentare nella maniera più accurata possibile i rapporti infra-gruppo. In maniera speculare ai crediti presenti nell'attivo di Stato patrimoniale, il legislatore ha previsto questo addizionale elemento di dettaglio anche per i debiti contratti nei confronti delle imprese sottoposte al controllo della controllante, i quali saranno inseriti nella sezione passivo alla voce D.11-bis.

La modifica in esame non impatta direttamente sulle determinazioni quantitative di bilancio, a meno di non ipotizzare una maggiore liquidità dei crediti o una migliore possibilità di rinegoziazione delle scadenze dei debiti contratti con tali imprese. Queste

⁴² A. Portalupi, *Il recepimento della Direttiva 34: impatti non solo contabili*, in «Amministrazione & Finanza», n. 4/2016, p. 60.

prerogative scaturirebbero eventualmente da un'imposizione direttiva dell'impresa controllante nell'ambito di strategie finanziarie di gruppo e quindi non farebbe parte del campo di autorità e delle leve di comando disponibili al management dell'impresa che redige il bilancio d'esercizio.

2.2.4 Gli strumenti finanziari derivati

Una delle maggiori novità della riforma in esame è indubbiamente costituita dalla rilevazione nel bilancio delle società non finanziarie degli strumenti finanziari derivati, che in precedenza non erano rilevati alla data di sottoscrizione ma solamente allorché se ne manifestavano gli effetti in termini di utili realizzati o di perdite emergenti. Le uniche informazioni di dettaglio inerenti il *fair value* di questa classe di strumenti finanziari venivano elencate in Nota integrativa, a seguito dell'introduzione dell'art. 2427-bis (ora fortemente modificato dal Decreto Bilanci) da parte del D.Lgs. 394/2003.⁴³ Questa innovazione va a colmare un gap informativo e di trasparenza che cominciava ad essere percepito come insostenibile dopo l'aumento dell'importanza dei rischi finanziari a seguito delle crisi dell'ultimo decennio, accennate nel capitolo precedente. Inoltre, essa allinea ancor di più la normativa italiana agli standard IAS/IFRS.⁴⁴

Le voci di bilancio presenti in B.III.4 e C.II.5 dell'attivo inseriscono all'interno dello Stato patrimoniale la categoria degli "strumenti finanziari derivati attivi" in sostituzione delle azioni proprie, il cui mutato trattamento verrà analizzato in seguito. Tale modifica fa seguito alla contestuale introduzione del numero 11-bis) dell'art. 2426 c.c. in cui si regolano i criteri di valutazione di tali strumenti finanziari, anche qualora siano incorporati in altri strumenti finanziari.

Per quanto concerne gli scopi di questo elaborato ci si limita a riportare che detti strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari:

⁴³ Decreto Legislativo 30 dicembre 2003, n. 394 "Attuazione della direttiva 2001/65/CE che modifica le direttive CEE 78/660, 83/349 e 86/635, per quanto riguarda le regole di valutazione per i conti annuali e consolidati di taluni tipi di società, nonché di banche e di altre istituzioni finanziarie" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 44 del 23 febbraio 2004.

⁴⁴ A. Portalupi, *Copertura dei rischi finanziari: aspetti contabili*, in «Amministrazione & Finanza», n. 6/2016, p. 7-13.

- sono valutati al *fair value*;⁴⁵
- le variazioni del *fair value* sono in genere imputate a Conto economico oppure in una riserva positiva e negativa del patrimonio netto, qualora coprano il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata (c.d. *cash flow hedge*);
- la riserva di cui sopra è imputata a Conto economico nella misura e nei tempi con cui si manifestano i flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura.

Il Decreto Bilanci ha previsto pertanto anche nel passivo alcune modifiche concernenti l'utilizzo e la rappresentazione degli strumenti finanziari derivati. Oltre ad innestare una speculare voce B.3 inerente gli "strumenti finanziari derivati passivi" all'interno della macroclasse dei fondi per rischi e oneri, ha previsto alla voce del passivo A.VII la "Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi". Questa accoglie le variazioni di *fair value* degli strumenti finanziari derivati generatesi nell'ambito di coperture di flussi finanziari attesi, al netto degli eventuali effetti fiscali differiti.⁴⁶ La disciplina degli strumenti finanziari derivati si applica anche alle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata, ma non alle microimprese.⁴⁷ In sede di prima applicazione, gli strumenti derivati che in precedenza erano menzionati in Nota integrativa o nei conti d'ordine andranno individuati – e isolati qualora siano incorporati in altri titoli strumenti – inventariati, separati per tipologia (speculazione/copertura), sottoposti a valutazione separata ed iscritti nella corrispondente voce dello Stato patrimoniale.⁴⁸

Ai fini dell'analisi di bilancio, le variazioni imputate a Conto economico – all'interno della classe D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie – costituiscono parte dei proventi finanziari netti, o in altre parole costituiscono una componente del risultato della gestione finanziaria. I processi di valutazione periodica al *fair value* contribuiranno verosimilmente ad aumentare tramite questo canale la volatilità dei valori degli stati patrimoniali e dei risultati dei conti economici. A sua volta, la Riserva per operazioni di

⁴⁵ La determinazione del *fair value* viene specificata nel successivo n. 12 del medesimo comma, che fa riferimento esplicito ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea e che è stato anch'esso novellato dal D.Lgs. 139/2015.

⁴⁶ OIC 28, *Patrimonio netto*, 22 dicembre 2016, par. 15.

⁴⁷ OIC 32, *Strumenti finanziari derivati*, 22 dicembre 2016, par. 130-136.

⁴⁸ A. Portalupi, *Il recepimento della Direttiva 34: impatti non solo contabili*, cit., p. 54 e p. 59.

copertura dei flussi finanziari attesi aumenta o diminuisce la consistenza del patrimonio netto, con conseguenti ricadute sul calcolo dei quozienti di bilancio.

2.2.5 La riserva negativa acquisto azioni proprie

La nuova disciplina delle azioni proprie introdotta con la riforma in oggetto è particolarmente innovativa rispetto al precedente regime⁴⁹ che prevedeva, in caso di acquisto presso il mercato secondario di azioni emesse dalla società, l'iscrizione del costo di acquisto all'interno delle immobilizzazioni finanziarie o dell'attivo circolante a seconda della loro destinazione funzionale. Si ricorda infatti che l'art. 2424-bis c.c. stabilisce che *“gli elementi patrimoniali destinati ad essere utilizzati durevolmente devono essere iscritti tra le immobilizzazioni”*. A tale iscrizione nell'attivo di bilancio (con indicazione anche del valore nominale complessivo) veniva contemporaneamente associata l'iscrizione di una riserva indisponibile di patrimonio netto di importo pari a quello rilevato in dare dello Stato patrimoniale. Le variazioni che le azioni proprie subivano nel tempo a seguito di compravendite o rettifiche di valore si ripercuotevano in maniera simmetrica sull'ammontare di tale riserva indisponibile. Si poneva pertanto la questione sulla corretta riclassificazione delle azioni proprie e della riserva indisponibile relativa, in quanto resistevano diverse correnti dottrinali che offrivano letture differenti a seconda dell'interpretazione data all'acquisizione in sé. L'acquisto di azioni proprie è un'operazione che può essere l'effetto di molteplici accadimenti ovvero si attua per soddisfare finalità talora molto eterogenee: investire della liquidità in eccesso; stabilizzare il corso del titolo quotato tramite sistematiche operazioni di acquisto e rivendita; ridurre il capitale sociale tramite annullamento delle stesse; liquidare il socio recedente ai sensi dell'art. 2437-quater c.c.; retribuire dipendenti e dirigenti della società con mezzi alternativi alle *stock option*; redistribuirle ai soci in luogo della distribuzione degli utili e varie ancora. Secondo la prospettiva adottata, esse potevano essere equiparate a uno strumento finanziario qualunque fino a costituire un'operazione che mascherava una riduzione del capitale sociale (cd. «annacquamento di capitale»)⁵⁰. La gravità di quest'ultima posizione e la necessità di tutela dei terzi che

⁴⁹ Si veda fra tutti, M.S. Avi, *Acquisto sul mercato di azioni proprie: il punto della situazione giuridico-contabile*, in «Il Fisco», n. 28/2006.

⁵⁰ AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2004, p. 140.

hanno nell'entità del capitale sociale il primo elemento di valutazione della solidità di una società di capitali, imponevano forti limiti all'attuazione di questa pratica disciplinati dall'art. 2357 del Codice. In tal senso anche parte della dottrina⁵¹ che faceva riferimento al fatto che le azioni proprie rappresentino parte del capitale della società che le ha acquistate, si allineava ai principi contabili internazionali che nello IAS 32 *Financial Instruments: Presentation* stabilivano al riguardo:

"If an entity reacquires its own equity instruments, those instruments (treasury shares) shall be deducted from equity. No gain or loss shall be recognised in profit or loss on the purchase, sale, issue or cancellation of an entity's own equity instruments. Such treasury shares may be acquired and held by the entity or by other members of the consolidated group. Consideration paid or received shall be recognised directly in equity."⁵²

Le azioni proprie dovevano pertanto essere riclassificate in detrazione al patrimonio netto e qualsiasi loro variazione comportava una rettifica delle riserve di patrimonio netto e non transitare in Conto economico.

La direttiva 2013/34/UE, all'art. 10 e negli schemi di Stato patrimoniale proposti in allegato, consentiva comunque il trattamento contabile previgente – al contrario di quanto sostenuto nella Relazione illustrativa del Governo inviata alle Camere – eliminando la possibilità d'iscrizione delle azioni proprie fra le immobilizzazioni finanziarie e relegandole solamente nell'attivo circolante.⁵³ Il legislatore italiano ha adottato la medesima prospettiva dei principi contabili internazionali. Ha modificato il terzo comma dell'art. 2357-ter disponendo che *"L'acquisto di azioni proprie comporta una riduzione del patrimonio netto di eguale importo, tramite l'iscrizione nel passivo del bilancio di una specifica voce, con segno negativo"*, e ribadendo nell'ultimo comma dell'art. 2424-bis che: *"Le azioni proprie sono rilevate in bilancio a diretta riduzione del patrimonio netto, ai sensi di quanto disposto dal terzo comma dell'articolo 2357-ter"*. Ecco quindi spiegata anche la modifica allo schema dello Stato patrimoniale che riporta la voce del passivo A.X Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio e la contestuale eliminazione dall'attivo delle voci inerenti le azioni proprie.

⁵¹ M.S. Avi, *ult.op.cit.*, p. 4308-4310 e p. 4313.

⁵² IAS 32, *Financial Instruments: Presentation*, December 2003, par. 33 (disponibile anche in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32008R1126>).

⁵³ A. Ricci, *Brevi note sul nuovo trattamento contabile delle azioni proprie. La prevalenza della forma sulla sostanza?*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 7-8-9, 2015, p. 332-333.

La modifica in tal senso ha incontrato la resistenza di vari commentatori della riforma ancor prima della sua definitiva approvazione (fra i quali il CNDCEC e le commissioni parlamentari competenti) in particolare contestando tale soluzione nel caso di acquisto a puro scopo d'investimento e di futura rivendita giacché contrastante con il principio della prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica dell'operazione.⁵⁴ Ancora, sono state messe in luce problematiche di calcolo del patrimonio netto rilevante nei casi di riduzione del capitale sociale per perdite e di riduzione dello stesso al di sotto del limite legale (art. 2446 e art. 2447 c.c.),⁵⁵ ponendo questioni di coerenza sistemica con la riserve di patrimonio che derivano dalla valutazione al *fair value* di derivati utilizzati a copertura dei flussi finanziari attesi, le quale sono espressamente escluse dai computi di cui sopra e non sono utilizzabili per la copertura delle perdite (qualora positive). Sono sorti dubbi inerenti il trattamento tributario delle differenze positive o negative tra prezzo di acquisto e prezzo di successiva cessione,⁵⁶ e in genere al trattamento contabile sia in caso di successiva rivendita, sia nel caso di successivo annullamento e riduzione di capitale dovuta al recesso del socio.⁵⁷ Premesso che:

- da questa problematica sono espressamente escluse le società a responsabilità limitata, ex art. 2474 c.c.;
- le operazioni di stabilizzazione del corso azionario mediante acquisto e rivendita di azioni proprie interessano eminentemente le società quotate nei mercati regolamentati, a cui la norma non si applica;
- l'attribuzione della denominazione di «riserva» ad una posta di rettifica del patrimonio netto (così come prima della riforma la Riserva azioni proprie in portafoglio era una posta rettificativa dell'attivo)⁵⁸ possa muovere più di un'obiezione dal punto di vista terminologico e di chiarezza formale e sostanziale del bilancio e che

⁵⁴ *Idem*, p. 334-336.

⁵⁵ A. Ricci, *Brevi note sul nuovo trattamento contabile delle azioni proprie. I riflessi societari e tributari*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 1-2-3-4, 2016, p. 164-166; C. Sottoriva, *La contabilizzazione delle azioni proprie: le previsioni del d.lgs. 139/2015*, in L. Marchi, R. Lombardi e L. Anselmi (a cura di), *Il governo aziendale tra tradizione e innovazione*, Tomo I, FrancoAngeli, Milano, 2016, p. 93-101.

⁵⁶ A. Ricci, *ult.op.cit.*, p. 166-168.

⁵⁷ Si veda come esempio G. Capodaglio, V. Dangarska, *Lo strano trattamento contabile delle azioni proprie*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 4-5-6, 2015 e la replica di G. Ricci nella stessa Rivista, fascicolo 1-2-3-4, 2016.

⁵⁸ C. Sottoriva, *op.cit.*, p. 85-88.

il legislatore delegato avrebbe potuto allinearsi ai principi IAS/IFRS in maniera più congruente,⁵⁹

- sia lo standard IAS 32 nei paragrafi 35 e 37 a cui il legislatore si è ispirato, sia il principio nazionale OIC 28 Patrimonio netto ai paragrafi 38 e 39 impongono di imputare direttamente a patrimonio netto le eventuali differenze tra il valore contabile della riserva negativa per azioni proprie ed il valore di realizzo delle azioni alienate (o il valore nominale delle azioni annullate);

si concorda con la soluzione proposta da Avi⁶⁰ con cui si separano logicamente e proceduralmente la fase di acquisto delle azioni proprie – che rimarranno contabilmente presenti in CoGe per le future operazioni – e la fase di riclassificazione della posta nella Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio durante il processo di redazione del bilancio secondo i criteri civilistici. Ciò nondimeno, in sede di prima applicazione, lo spostamento del valore delle azioni proprie presenti in portafoglio da una posta dell'attivo a detrazione del passivo, comporterà per gli analisti esterni una difficoltà nel raffronto immediato con i bilanci civilistici *ante*-riforma. Analizzando lo Stato patrimoniale del bilancio 2015, quindi *ante* riforma, ed i medesimi valori presenti per comparazione nel bilancio 2016, ricalcolati secondo la nuova normativa, si osserveranno *ceteris paribus* differenti totali degli impieghi e delle fonti nonché degli aggregati che accoglievano le azioni proprie e infine del patrimonio netto, dovuti alla cancellazione del valore delle azioni proprie dall'attivo e alla contestuale iscrizione della riserva negativa. Parziale ristoro informativo e annessa possibilità di ricostruire la comparabilità intertemporale potrà venire all'analista dalle informazioni obbligatorie riportate *ex art.* 2428 numeri 3) e 4) presenti nella Relazione sulla gestione, ovvero nella Nota integrativa (nei bilanci in forma abbreviata) oppure ancora in calce allo Stato patrimoniale (nei bilanci delle microimprese).⁶¹

⁵⁹ M.S. Avi, *La rilevazione dell'acquisto di azioni proprie: busillis contabile e soluzioni alternative*, in «Il Fisco», n. 20/2017, p. 1964-1965.

⁶⁰ *Idem*, p. 1961-1962.

⁶¹ Il terzo comma dell'art. 2428 c.c. richiede infatti di riportare “3) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti possedute dalla società, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della parte di capitale corrispondente; 4) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti acquistate o alienate dalla società, nel corso dell'esercizio, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della corrispondente parte di capitale, dei corrispettivi e dei motivi degli acquisti e delle alienazioni”.

Le problematiche appena discusse non oscurano ciò che la nuova formulazione ribadisce con forza: l'impostazione per cui l'importo delle risorse utilizzate per l'acquisto delle proprie azioni debba essere riclassificato, a prescindere dal criterio prescelto, a detrazione del patrimonio netto,⁶² influenzando così tutte le determinazioni quantitative che computano questo valore della ricchezza statica e il corrispondente totale delle fonti (oppure il totale degli impieghi). Si ricorda, infatti, come il patrimonio netto sia un valore astratto o ideale, non direttamente riferibile ad un'entità fisica o ad una porzione determinata degli asset di un'azienda. Esso proviene dal valore economico misurato in termini monetari delle condizioni produttive (liquidità, crediti, beni in natura) apportate e prelevate nel tempo dai soci e subisce variazioni in ogni esercizio dovute ai risultati economici conseguiti, tali per cui il patrimonio netto finale dell'esercizio è dato dalla somma algebrica del patrimonio netto iniziale e del reddito netto (utile o perdita) d'esercizio diminuito degli utili distribuiti sotto forma di dividendi. In una prospettiva prettamente patrimoniale, invece, esso si configura come il valore degli impieghi (o investimenti di mezzi monetari) iscritti in un dato istante all'attivo di bilancio diminuito del valore delle obbligazioni presenti e future (debiti e passività presunte) iscritte al passivo.

Qualsiasi quoziente che metta in rapporto un risultato economico periodale al corrispondente ammontare di patrimonio netto sarà giocoforza influenzato dalla quantità di capitale della società investito su sé stessa, ossia dalle azioni proprie. L'utilizzo dei mezzi liquidi, suscettibili di usi alternativi, per l'acquisto di una parte della società che si ritrova ad essere parzialmente «proprietaria di sé stessa» ha l'effetto di diminuire la disponibilità economica dell'impresa di quell'ammontare di liquidità.

2.2.6 Valutazione al costo ammortizzato di crediti e debiti e cancellazione di aggi e disaggi d'emissione

Il processo di armonizzazione che coinvolge le fonti giuridiche italiane ed europee con le fonti professionali nazionali ed internazionali, ha portato nelle modifiche finora esaminate una considerevole ispirazione a criteri e metodi derivati dagli standard IAS/IFRS. A riprova di questo, il D.Lgs. 139/2015 inserisce nell'art. 2426 c.c. un secondo

⁶² M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 68.

comma in cui si dichiara espressamente che in tutte le norme presenti nella sezione del Codice dedicata al bilancio delle società per azioni,⁶³ occorra riferirsi ai principi contabili internazionali omologati nell'Unione Europea e adottati tramite regolamenti, per le definizioni dei termini *“strumento finanziario”, “attività finanziaria”, “passività finanziaria”, “strumento finanziario derivato”, “costo ammortizzato”, “fair value”, “attività monetaria” “passività monetaria”, “parte correlata” e “modello e tecnica di valutazione generalmente accettato”*. Questo richiamo esplicito agli standard internazionali era in precedenza contenuto nella versione precedente del secondo comma dell'art. 2427 c.c., ora sostituito dall'art. 6, comma 9, lett. l), D.Lgs. 139/2015. In quel caso la sua utilità si riferiva all'informativa da inserire in Nota integrativa e nella Relazione sulla gestione⁶⁴ mentre ora l'effetto di questo richiamo si dispiega sui criteri di valutazione delle voci di bilancio e quindi influenza le quantità rilevate negli schemi contabili.

La stessa ispirazione agli standard internazionali si manifesta anche nella previsione normativa inserita al novellato numero 8 del primo comma del medesimo articolo che tratta dei criteri di valutazione e iscrizione in bilancio dei crediti e debiti. La vecchia formulazione recitava: *“i crediti devono essere iscritti secondo il valore di presumibile realizzazione”*, mentre dopo la riforma *“i crediti e i debiti sono rilevati in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato, tenendo conto del fattore temporale e, per quanto riguarda i crediti, del valore di presumibile realizzo”*. Gli aspetti principali di questa modifica sono pertanto:

- il criterio base per la rilevazione in bilancio diventa il costo ammortizzato e non più il costo d'acquisto o il valore nominale eventualmente rettificato;
- il fattore temporale, ossia la durata del credito o debito, dev'essere riconosciuto e pesato adeguatamente nell'applicazione del nuovo criterio;
- nella valutazione dei soli crediti rimane il riferimento alle decurtazioni di valore dovute a perdite per inesigibilità sopravvenuta.

⁶³ Codice civile, Libro Quinto, Titolo V, Capo V, Sezione IX Del bilancio, articoli 2423-2435-ter.

⁶⁴ Il precedente dettato del secondo comma dell'art. 2427 c.c. era infatti: *“Ai fini dell'applicazione del primo comma, numeri 22-bis) e 22-ter), e degli articoli 2427-bis e 2428, terzo comma, numero 6-bis), per le definizioni di «strumento finanziario», «strumento finanziario derivato», «fair value», «parte correlata» e «modello e tecnica di valutazione generalmente accettato» si fa riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea”*.

Vista l'omologazione della metodologia di trattamento dei crediti e debiti, fatta eccezione per talune circostanze, nel prosieguo della disamina si farà riferimento essenzialmente ai primi, tenendo conto del trattamento simmetrico riservato ai secondi. Se, difatti, i crediti sono *“diritti ad esigere, ad una scadenza individuata o individuabile, ammontari fissi o determinabili di disponibilità liquide, o di beni/servizi aventi un valore equivalente, da clienti o da altri soggetti.”*⁶⁵ i debiti sono simmetricamente delle obbligazioni a pagare somme determinate di mezzi monetari o beni/servizi ad una data prestabilita. I crediti sono esposti nell'attivo dello Stato patrimoniale sia fra le Immobilizzazioni finanziarie (classe B.III.2) che all'interno dell'Attivo circolante (classe C.II) in base alla destinazione funzionale e non secondo la loro esigibilità. A discapito della loro collocazione non rientrano nella categoria dei crediti e non si rilevano pertanto al costo ammortizzato le imposte anticipate (voce C.II.5-ter) poiché esse rappresentano le minori imposte che saranno pagate negli esercizi successivi, dovute a differenze temporanee deducibili o riporti di perdite fiscali a nuovo. Infatti, per loro non si indica separatamente la somma esigibile oltre l'esercizio successivo.⁶⁶ I debiti sono esposti fra le passività dello Stato patrimoniale nella classe D data la loro natura determinata e l'esistenza certa, differenziandosi pertanto dai fondi rischi e oneri a cui non s'applica il costo ammortizzato. Crediti e debiti possono avere diversa origine e quindi necessitano di diversi requisiti per l'iscrizione in contabilità, riassunti di seguito.

Tabella 2.5 - Differenziazione requisiti iscrizione crediti/debiti in bilancio

Origine	Requisiti
Acquisti (vendite) di beni	In base al principio di competenza quando: <ul style="list-style-type: none"> - il processo produttivo è stato completato; e - si è verificato il passaggio sostanziale e non formale del titolo di proprietà assumendo quale parametro di riferimento, per il passaggio sostanziale, il trasferimento dei rischi e benefici (consegna o spedizione per i beni mobili, data di stipulazione della compravendita per i beni che richiedono il trasferimento con atto pubblico). - Alla consegna nelle vendite a rate con riserva della proprietà, poiché è da quel momento che il compratore assume i rischi.
Prestazioni di servizi	In base al principio di competenza quando il servizio è stato reso (o ricevuto), cioè la prestazione è stata effettuata

⁶⁵ OIC 15, *Crediti*, 22 dicembre 2016, par. 4.

⁶⁶ Cfr. P. Pisoni, F. Bava, D. Busso, A. Devalle, F. Rizzato, *Crediti e debiti commerciali: costo ammortizzato in presenza di attualizzazione*, in «Il Fisco», n. 21/2017, p. 2060; OIC 25, *Imposte sul reddito*, 22 dicembre 2016, par. 11 e 19.

Crediti di natura diversa, compresi finanziamenti	Quando sussiste «titolo» al credito, e cioè se essi rappresentano effettivamente un'obbligazione di terzi verso la società
Debiti di natura diversa, (tra cui debiti tributari e v/istituti di previdenza e assistenza)	Quando sorge l'obbligazione della società al pagamento, secondo norme contrattuali o legali
Debiti di finanziamento	Quando viene erogato il finanziamento
Prestiti obbligazionari	Al momento della sottoscrizione
Acconti da clienti	Quando sorge il diritto all'incasso dell'acconto

Fonte: OIC 15 e OIC 19 (2016)

La convergenza al sistema IAS/IFRS dettata dalla direttiva 2013/34/UE recepita dal Decreto Bilanci si è estesa anche ai principi contabili nazionali di recente revisionati dall'Organismo Italiano di Contabilità e riguardanti i crediti (OIC 15) e i debiti (OIC 19) ed i titoli di debito (OIC 20), i quali mutuano alcune definizioni direttamente del principio IAS 39 *Financial Instruments: Recognition & Measurement*,⁶⁷ così come risulta dopo l'esteso aggiornamento e sostituzione da parte del nuovo IFRS 9 *Financial Instruments*. Pertanto il costo ammortizzato si definisce "il valore a cui l'attività o la passività finanziaria è stata valutata al momento della rilevazione iniziale al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento cumulato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza e dedotta qualsiasi riduzione (operata direttamente o attraverso l'uso di un accantonamento) a seguito di una riduzione di valore o di irrecuperabilità".⁶⁸

La deduzione dal valore del credito dei rimborsi di capitale e delle svalutazioni sopravvenute a seguito di una minore esigibilità prevista erano parametri di valutazione presenti anche nella normativa previgente. Gli elementi caratterizzanti questa modalità sono pertanto l'ammortamento del divario fra il valore di rilevazione iniziale e quello a scadenza lungo la durata del credito e l'utilizzo a questo fine del criterio dell'interesse effettivo per ripartire i costi di transazione e le altre rettifiche lungo tutto il periodo. Questo criterio porta alla ricerca del tasso d'interesse denominato per l'appunto effettivo (TIE ovvero EIR *Effective Interest Rate*), che ricalca nella sua struttura altri indicatori analoghi (e.g. TAEG)⁶⁹ che misurano il costo o rendimento interno di un'operazione finanziaria tenendo conto di tutte le spese e i flussi finanziari contrattualmente previsti, senza limitarsi ai soli interessi nominali. Il tasso d'interesse

⁶⁷ IAS 39, *Financial Instruments: Recognition & Measurement*, December 2003, par. 9.

⁶⁸ OIC 15, cit., par. 16; OIC 19, *Debiti*, 22 dicembre 2016, par. 17.

⁶⁹ Tasso annuo effettivo globale, indica il costo totale del credito per il consumatore espresso in percentuale annua dell'importo totale del credito ex D.Lgs. 72/2016.

effettivo, ad esempio, terrà conto dell'interesse nominale, dei costi di transazione e di tutti i premi e sconti, che sia possibile determinare in maniera attendibile all'epoca del calcolo.

I costi di transazione sono costi direttamente attribuibili all'acquisizione, all'emissione o alla dismissione di un'attività o di una passività finanziaria e marginali in quanto non sarebbero stati sostenuti altrimenti. Vi rientrano gli onorari e le commissioni pagati a soggetti terzi (e.g. consulenti, mediatori finanziari e notai), oppure i contributi pagati a organismi di regolamentazione e le tasse e gli oneri sui trasferimenti direttamente attribuibili. I costi di transazione non includono premi o sconti sul valore nominale del credito e tutti gli altri oneri previsti dal contratto di finanziamento e pagati alla controparte.⁷⁰ Non saranno da includere nemmeno eventuali costi amministrativi o di gestione interni.⁷¹ In caso di ricezione di un finanziamento bancario i costi di transazione andranno sottratti all'importo incassato mentre, qualora fossero sostenuti nella concessione di un credito, gli stessi saranno aggiunti all'importo erogato.

Il costo ammortizzato sarà il risultato della somma algebrica seguente:

- $CAMM = \text{Valore iniziale} +/- \text{Costi di transazione} +/- \text{Altre rettifiche.}^{72}$

Le «altre rettifiche» sono costituite da i premi o sconti e gli oneri non inclusi nella definizione dei costi di transazione. A questo punto per ammortizzare il divario fra valore (di rilevazione) iniziale e valore a scadenza lungo tutta la durata del credito, occorre trovare quel saggio di sconto che attualizza il costo ammortizzato calcolato in precedenza e tutti i pagamenti o incassi futuri, ovvero occorre calcolare la radice «*i*» della seguente equazione:

$$CAMM = \sum_{k=1}^n \frac{FC_k}{(1+i)^{t_k}}$$

dove:

$CAMM$ = costo ammortizzato;

t_k = è l'intervallo di tempo riferito al flusso k-esimo,

⁷⁰ OIC 15, cit., par. 17-19; OIC 19, cit., par. 18-20.

⁷¹ F. Ballarin, *I crediti nei bilanci 2016*, in «Amministrazione & Finanza», n. 6/2016, p. 33.

⁷² F. Dezzani, *Crediti e debiti commerciali scadenti oltre i 12 mesi: criterio del costo ammortizzato e attualizzazione*, in «Il Fisco», n. 7/2017, p. 664.

n = numero dell'ultimo periodo a scadenza;

FC_k = flusso di cassa incassato o pagato al periodo k -esimo;

i = tasso d'interesse effettivo (TIE).

Si veda come « i » rappresenti in effetti *“il tasso interno di rendimento, costante lungo la durata del credito, che rende uguale il valore attuale dei flussi finanziari futuri derivanti dal credito e il suo valore di rilevazione iniziale”*.⁷³ Dalla circostanza che il valore di *CAMM*, inclusivo di costi e spese pertinenti all'operazione finanziaria, possa scostarsi dal valore nominale del credito/debito deriva che il tasso effettivo possa risultare difforme dal tasso d'interesse previsto contrattualmente. In alcune eventualità essi saranno identici o differiranno in maniera trascurabile. In tali casi, i principi contabili OIC, in ossequio al postulato di rilevanza, prevedono la possibilità di non applicare il costo ammortizzato qualora gli effetti siano irrilevanti rispetto al consueto metodo d'iscrizione del valore nominale al netto di premi, abbuoni e sconti. In particolare si assumono come generalmente irrilevanti gli effetti sui crediti e debiti con scadenza inferiore ai 12 mesi.⁷⁴ Quest'applicazione ha l'importante conseguenza che buona parte dei crediti e debiti commerciali e comunque le poste a breve termine possono essere esonerati dall'applicazione del metodo del costo ammortizzato, visto che il beneficio in termini di chiarezza sarebbe minimo rispetto ai costi ed ai tempi impiegati per la sua corretta determinazione. Tale metodo vedrà così la sua applicazione in particolare per ogni rapporto creditorio ultrannuale o in alternativa per quei crediti in cui il *gap* tra valore iniziale e valore a scadenza sia di tale significatività da non poter essere tralasciato. Di tale applicazione del principio di rilevanza dovrà essere data accurata menzione in Nota integrativa con illustrazione dei criteri attuativi.

Il «valore iniziale» da inserire nella formula di calcolo del costo ammortizzato non è necessariamente il valore contrattuale dell'operazione giacché l'art. 2426 c.c. prevede si tenga conto del fattore temporale. Con questa espressione s'intende che occorre soppesare il valore attuale del credito alla data d'iscrizione, rispetto alle condizioni presenti nei mercati dei capitali. Si sono già in precedenza definite le operazioni finanziarie come costituite da flussi di valori «storicizzati» ossia collocati nel tempo. Per

⁷³ OIC 15, cit., par. 37; OIC 19, cit., par. 46.

⁷⁴ OIC 15, cit., par. 33; OIC 19, cit., par. 42.

operare confronti tra prestazioni finanziarie diverse, si necessita di un tasso di sconto per rendere omogenei gli importi monetari disponibili in epoche diverse. Il tasso di sconto da applicare viene individuato dai principi OIC nel tasso d'interesse di mercato, definito come il saggio applicato da due parti indipendenti che negozino un'operazione analoga per durata, termini e condizioni contrattuali, quindi tenendo conto anche del rischio di credito associato al debitore. Per determinare questo elemento occorrerà "massimizzare l'utilizzo dei parametri osservabili sul mercato",⁷⁵ ma qualora tale determinazione fosse difficoltosa, poco attendibile nei risultati o troppo onerosa a causa della mancanza di riferimenti compatibili all'operazione finanziaria, si dovrà cercare un'approssimazione del tasso di mercato. A tale scopo, si utilizzerà come *proxy* il costo medio dei finanziamenti sostenuto dalla società.⁷⁶ Si noti, però, il passaggio da un parametro esterno all'impresa e pertanto dotato di maggiore obiettività e comparabilità, ad uno di origine interna rispetto all'elemento di valutazione e le cui ragioni di utilizzo dovrebbero essere spiegate in Nota integrativa.

Qualora il tasso d'interesse di mercato si discosti in maniera rilevante da quello desumibile dalle condizioni contrattuali, occorre determinare il valore attuale del credito utilizzando come tasso di sconto il tasso d'interesse di mercato. Il tasso d'interesse desumibile dalle condizioni contrattuali considera tutti i flussi di cassa pagati dalle parti e previsti dal contratto, ma non i costi di transazione e può essere approssimato dal tasso nominale solo se le commissioni contrattuali tra le parti e ogni altro scostamento dal valore iniziale sono di scarsa rilevanza.⁷⁷

Si applicherà a questo punto una formula analoga alla precedente in cui il saggio d'interesse presente al denominatore sarà definito uguale al tasso di mercato e l'incognita sarà il valore attuale dell'insieme dei flussi finanziari contrattuali così scontati.

$$VIN = \sum_{k=1}^n \frac{FC_k}{(1 + i_{mkt})^{t_k}}$$

dove:

VIN = valore d'iscrizione iniziale;

⁷⁵ OIC 15, cit., par. 11; OIC 19, cit., par. 12.

⁷⁶ F. Ballarin, *op.cit.*, p. 34.

⁷⁷ P. Pisoni et. al., *op.cit.*, p. 2060.

t_k = è l'intervallo di tempo riferito al flusso k-esimo,
 n = numero dell'ultimo periodo a scadenza;
 FC_k = flusso di cassa incassato o pagato al periodo k-esimo;
 i_{mkt} = tasso d'interesse di mercato.

Anche questo procedimento di attualizzazione è soggetto ad un giudizio di rilevanza. Qualora il tasso desumibile dalle condizioni contrattuali – che condiziona l'ammontare dei flussi di cassa FC_k – ed il tasso di mercato non divergessero in misura significativa, il procedimento di cui sopra può essere evitato. Qualora invece il credito venga accordato per periodi superiori all'anno, senza corrisposizioni di interessi espliciti o con interessi contrattuali inferiori a quelli di mercato, allora occorre correggere il valore del credito tramite sua attualizzazione. Dopodiché si potrà procedere al calcolo del costo ammortizzato e del tasso d'interesse effettivo.

L'attualizzazione del valore creditizio utilizzando un tasso di sconto di mercato superiore a quello rinvenibile dall'accordo fra le parti porta necessariamente ad un valore d'iscrizione VIN inferiore rispetto al valore a scadenza. Questa si presume sia l'ipotesi più frequente, poiché se il tasso di mercato fosse più basso di quello desumibile dalle condizioni contrattuali, ci si chiede per quale ragione l'impresa non possa approvvigionarsi dei mezzi finanziari di cui abbisogna sul mercato dei capitali in maniera più conveniente. Anche se teoricamente possibile, un tasso di mercato minore di quello contrattuale fa sorgere il dubbio che il primo non sia stato accuratamente individuato con riferimento alla struttura dell'impresa, al grado di rischio collegato ed alle caratteristiche dell'operazione finanziaria in oggetto.

In sede d'iscrizione in contabilità del credito – soddisfatti i requisiti elencati in Tabella 2.5 – il trattamento di tale minor valore è differente a seconda che si tratti di credito commerciale o di credito finanziario. I principi contabili OIC 15 e OIC 19 stabiliscono che questa differenza sia rilevata nel Conto economico:

- per i crediti (debiti) commerciali superiori ai 12 mesi, tra i proventi (oneri) finanziari, lungo la durata del credito utilizzando il criterio del tasso effettivo;
- per finanziamenti ricevuti o erogati, tra gli oneri o i proventi finanziari, al momento della rilevazione iniziale.

Il procedimento dell'attualizzazione e il criterio del costo ammortizzato estraggono dal valore del credito in esame le componenti finanziarie che sono celate dalle clausole contrattuali, ma che hanno natura diversa dall'accordo commerciale o sono integrative dell'accordo di finanziamento sottostanti. In una vendita di prodotti i cui termini di pagamento superino ampiamente quelli consuetudinari del settore di riferimento per venire incontro alle esigenze finanziarie della controparte, si assume che una parte del prezzo pagato dall'acquirente vada a remunerare non solo il fattore produttivo acquistato ma anche il beneficio dato dalla dilazione della scadenza di pagamento. Il costo del prodotto sarà rilevato non al valore nominale del debito, bensì al suo valore attuale. La differenza, inclusi i costi di transazione, verrà ripartita in modo uniforme nei vari esercizi secondo il tasso effettivo. Operativamente, le scritture contabili possono variare se si tratta di operazioni di vendita, di acquisto di fattori a fecondità semplice o ripetuta (con le conseguenti iscrizioni nei registri obbligatori civilistici e fiscali) e a seconda delle condizioni di pagamento convenute (interamente a scadenza, dilazionato semestrale, annuale, etc.), registrando direttamente il valore attuale del credito e del ricavo relativo,⁷⁸ oppure operando una rettifica successiva alla rilevazione della fattura di acquisto in modo da conciliare i valori contabili dei cespiti acquisiti.⁷⁹

Anche nel caso di un finanziamento concesso a titolo gratuito o ad un tasso agevolato, la differenza rispetto al ricavo di un'analogha prestazione finanziaria offerta sul mercato dei capitali si configura come un decremento del beneficio economico di natura finanziaria, che diminuisce il valore attuale del credito e che di conseguenza comporterà un tasso d'interesse effettivo più alto di quello concordato. Il minor beneficio, a differenza di un credito commerciale, si rileva immediatamente all'erogazione del finanziamento sotto forma di onere finanziario (classe C.15 del Contro economico). Fino a cancellazione del credito, i proventi calcolati al tasso effettivo saranno maggiori degli interessi nominali e si distribuiranno lungo tutti gli esercizi successivi sino a scadenza.

Diversamente, nei casi in cui il finanziamento infruttifero o a tasso agevolato riguardi società legate da rapporti di controllo il trattamento contabile potrà essere differente. Qualora sia possibile affermare dalle evidenze disponibili (e.g. verbali del Consiglio di Amministrazione, struttura del gruppo, situazione economica e finanziaria dell'impresa

⁷⁸ F. Dezzani, *op.cit.* p. 665-667.

⁷⁹ P. Pisoni et. al., *op.cit.*, p. 2062-2063.

o del gruppo, elementi del contratto etc.) che abbia la natura di rafforzamento patrimoniale del debitore da parte dell'impresa controllante, si dovrà far prevalere la sostanza dell'operazione rispetto alla forma del contratto, *ex art. 2423-bis n. 1-bis*. La differenza tra valore erogato e valore attualizzato non transiterà perciò in Conto economico ma sarà rilevata: dalla società controllante, incrementando il valore della propria partecipazione invece che fra gli oneri finanziari; dalla società controllata, incrementando il proprio patrimonio netto al posto dei proventi finanziari.⁸⁰ Con tale soluzione i principi intendono dare prevalenza alla sostanza della transazione che, di fatto, consiste in un'iniezione di capitale da parte della controllante a beneficio della controllata.

Successivamente alla rilevazione iniziale in contabilità, si pone il problema della valorizzazione successive del credito. Ad ogni chiusura d'esercizio, il valore dei crediti e debiti valutati al costo ammortizzato dovrà essere pari al valore attuale dei flussi finanziari futuri scontati al tasso d'interesse effettivo. Questo viene determinato in sede di rilevazione iniziale, non viene ricalcolato successivamente ed è applicato fino all'estinzione della posta. Fanno eccezione i contratti che prevedano tassi d'interesse variabili e clausole d'indicizzazione a parametri di mercato, per i quali si procede periodicamente al ricalcolo dei flussi finanziari, al confronto con i saggi d'interesse di mercato e alla determinazione di un nuovo tasso di rendimento interno, sulla base del valore contabile residuo così come calcolato in precedenza.

Il procedimento con cui determinare il valore da iscrivere a bilancio successivamente alla rilevazione iniziale si articola in alcune fasi comuni a crediti e debiti:

- a) determinare l'ammontare degli interessi calcolati con il criterio del tasso di interesse effettivo sul valore contabile del credito/debito all'inizio dell'esercizio, o alla più recente data di rilevazione iniziale;
- b) aggiungere l'ammontare degli interessi così ottenuto al precedente valore contabile (il valore alla fine dell'esercizio precedente);
- c) sottrarre i flussi finanziari per interessi e capitale intervenuti nel periodo.

Solamente per i crediti si devono altresì

⁸⁰ L. Neri, S. Guidantoni, *Il costo ammortizzato nella valutazione dei debiti in bilancio: esempi*, in «Amministrazione & Finanza», n. 8-9/2017, p. 13.

d) dedurre le svalutazioni al valore di presumibile realizzo e le perdite su crediti.⁸¹

Le svalutazioni sono pari al valore dei flussi finanziari futuri che si prevede non saranno incassati, attualizzati anch'essi al tasso di interesse effettivo originario del credito. Il loro importo viene rilevato in Conto economico (classe D.19). Il criterio del valore di presumibile realizzo resiste nella valutazione dei crediti anche dopo la l'emanazione del D.Lgs. 139/2015 e impone di diminuirne il valore contabile tramite la creazione di un fondo di svalutazione crediti alimentato dalle rettifiche analiticamente determinate per ogni partita/debitore. In questo modo si adeguano le poste a bilancio a seguito di sopraggiunte condizioni di minore esigibilità riguardanti a perdite prevedibili con ragionevolezza.⁸²

Come segnalato in precedenza, alle imprese che non redigono il bilancio in forma ordinaria, viene garantita la facoltà di non applicare il criterio di valutazione del costo ammortizzato e l'attualizzazione, in modo da ridurre gli oneri amministrativi corrispondenti. Dell'utilizzo di tale facoltà occorre dare notizia in Nota integrativa. Esse potranno continuare a rilevare inizialmente i crediti secondo il valore nominale (eventualmente rettificato da premi, sconti e abbuoni commerciali) ed a valutarli successivamente al valore di presumibile realizzo. A tale fine si sommeranno al valore nominale gli interessi maturati al tasso d'interesse nominale, si dedurranno gli eventuali pagamenti ricevuti e si applicheranno le svalutazioni o perdite su crediti stimate per allinearne il valore a quella di probabile realizzazione. Nel bilancio d'esercizio, infatti, i crediti sono rappresentati al netto del fondo svalutazione crediti. Gli eventuali sconti ed abbuoni di natura finanziaria saranno contabilizzati al momento dell'incasso come oneri (o proventi) finanziari, mentre i costi di transazione anticipati saranno rilevati fra i risconti attivi ed ammortizzati in quote costanti lungo la durata del prestito.⁸³

Il D.Lgs. 139/2015 ha esteso l'utilizzo del criterio del costo ammortizzato ad altre fattispecie di attività finanziarie, attraverso una riformulazione del numero 1) del primo comma dell'art. 2426 c.c. a cui ha aggiunto la seguente espressione: "*le immobilizzazioni rappresentate da titoli sono rilevate in bilancio con il criterio del costo ammortizzato, ove applicabile*". I crediti rappresentati da strumenti finanziari (e.g. obbligazioni corporate o

⁸¹ OIC 15, cit., par. 49-53; OIC 19, cit., par. 58-65.

⁸² M.S. Avi, *Il bilancio d'esercizio*, op.cit., p. 164-165.

⁸³ OIC 15, cit., par. 55-58; OIC 19, cit., par. 67-72.

titoli di stato) che siano destinati ad essere utilizzati durevolmente sono assoggettati, laddove sia possibile, allo stesso procedimento d'iscrizione iniziale e valutazione successiva discusso in precedenza. Si nota però una differenza rispetto alle altre tipologie di crediti in quanto nel caso dei titoli immobilizzati non viene menzionata la necessità di tenere conto del *“fattore temporale”* e quindi operare l'attualizzazione al tasso di mercato. La relazione illustrativa al D.Lgs. 139/2015 spiega la mancata estensione di questo obbligo ai titoli col presupposto che: *“essendo rappresentati da obbligazioni emesse da società private o da titoli di debito pubblico, producono – di norma – interessi in linea con quelli di mercato”*. Analogamente agli altri crediti si è deliberata la mancata applicazione del criterio del costo ammortizzato per le società che non redigono il bilancio d'esercizio in forma estesa e qualora gli effetti della sua applicazione siano irrilevanti, in confronto alla consueta iscrizione al costo di acquisto o di sottoscrizione. Similmente alle fattispecie già viste, gli effetti si assumono come irrilevanti se i costi di transazione e qualsiasi divario fra valore iniziale e valore a scadenza sono di scarso rilievo e se si presume che i titoli saranno detenuti per un periodo inferiore ai 12 mesi.⁸⁴ In quest'ultimo caso si potrebbe prima di tutto obiettare sulla collocazione del titolo fra le immobilizzazioni data l'assenza di destinazione funzionale durevole del titolo all'economia dell'impresa. Le valutazioni successive dei titoli immobilizzati ricalcheranno lo schema già trattato per i crediti, con la possibile svalutazione degli stessi in caso di perdite durevoli di valore.

La modifica in esame recata dal Decreto Bilanci ha apportato cambiamenti anche allo schema di Stato patrimoniale riguardanti una particolare categoria di debiti: le emissioni di prestiti obbligazionari. Le obbligazioni emesse da una società per reperire risorse sui mercati potevano essere caratterizzate da un prezzo di emissione minore o maggiore del loro valore di rimborso. Prima della riforma, stante la necessità dell'impresa di rilevare in bilancio il debito al valore nominale, la differenza fra prezzo di emissione e valore di rimborso a scadenza si iscriveva come:

- «disaggio su prestiti» con separata indicazione nella classe D dell'attivo di Stato patrimoniale, se il prezzo di emissione era sotto la pari;

⁸⁴ OIC 20, cit. par. 36-39.

- «aggio su prestiti» con separata indicazione nella classe E del passivo di Stato patrimoniale, se il prezzo di emissione era sopra la pari.

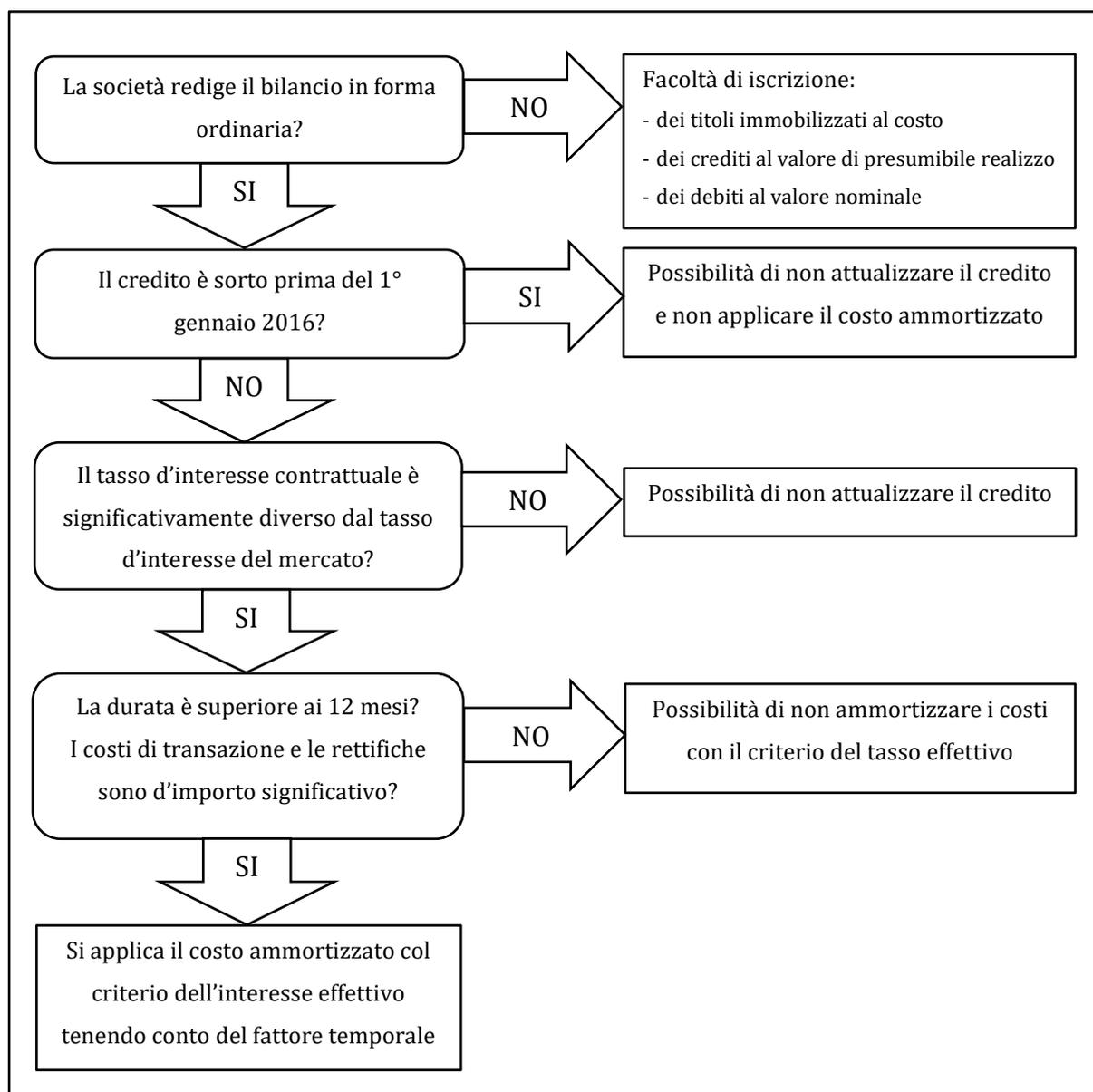
Oltre a registrare ogni esercizio il pagamento degli interessi in base al tasso nominale, la società provvedeva ad ammortizzare l'aggio o il disaggio per il periodo di durata del prestito, in genere a quote costanti. Il titolo obbligazionario poteva poi avere un rimborso totale a scadenza o dilazionato in più rate in base ad un piano prestabilito. Ora questa procedura è riservata solamente alle piccole e microimprese che si avvalgono della facoltà di non applicare il criterio del costo ammortizzato.⁸⁵ Nel nuovo schema di Stato patrimoniale, il riferimento agli aggi e disaggi su prestiti è stato eliminato. Per le altre società che redigono il bilancio in forma estesa, le differenze fra prezzo di emissione e valore finale, vanno incluse fra quelle «altre rettifiche» che concorrono a formare, con i costi di transazione, il computo del costo ammortizzato. In tal modo, aggi e disaggi verranno anch'essi distribuiti proporzionalmente secondo il criterio del tasso effettivo lungo la durata del prestito obbligazionario a rettifica o integrazione degli interessi passivi sul debito. In tutti i casi in cui un debito – obbligazionario o meno – venisse estinto anticipatamente rispetto alla scadenza contrattuale, la differenza tra il valore contabile residuo e l'ammontare dell'esborso dovrà essere contabilizzata tra i proventi o gli oneri finanziari.

Le conseguenze dell'applicazione di questo nuovo criterio di valutazione per le imprese che lo adotteranno saranno molteplici ma gradualmente. A patto che l'impresa non decida di applicarlo retroattivamente, la nuova normativa avrà effetto prospettico: l'articolo 12 comma 2 del D.Lgs. 139/2015 dà facoltà di applicazione solamente ai nuovi crediti e debiti relativi agli esercizi che hanno inizio a partire dal 1° gennaio 2016, dandone informativa in Nota integrativa. I bilanci d'esercizio di codeste imprese saranno formati da poste di bilancio valutate con metodi differenti, in particolare quelle riferite alle scadenze a medio-lungo termine.

Il processo decisionale tipico per la scelta di quale criterio di valutazione adottare è stato esemplificato in Figura 2.6.

⁸⁵ F. Dezzani, *Il "costo ammortizzato" applicato ai "prestiti obbligazionari" emessi con disaggio*, in «Il Fisco», n. 5/2017, p. 457-458.

Figura 2.6 – Procedimento di applicazione del costo ammortizzato



Fonte: elaborazione personale

Valutando le differenze rispetto alla normativa previgente ed ai principi contabili in vigore fino a dicembre 2016 è possibile affermare che siano stati introdotti molteplici elementi di novità. La procedura di attualizzazione dei debiti e crediti commerciali superiori ai 12 mesi, di fatto sostituisce la precedente metodologia di scorporo degli interessi impliciti (o interessi non maturati) dai ricavi e costi relativi a operazioni commerciali con scadenza oltre l'anno.⁸⁶ Questa è stata pertanto generalizzata ed estesa

⁸⁶ Cfr. M.S. Avi, *Il bilancio d'esercizio*, cit., p. 165-167; OIC 15, *Crediti*, 26 giugno 2014, par. 23-31; OIC 19, *Debiti*, 5 agosto 2014, par. 39-55.

anche ai crediti e debiti non numerari e gli effetti di tipo quantitativo sulla diminuzione del valore di questi iscritto a Stato patrimoniale e l'incidenza sui risultati d'esercizio potrebbe essere anche rilevante. In particolare ciò si verifica per i finanziamenti infragruppo o con parti correlate che siano infruttiferi o a tassi particolarmente agevolati.

In precedenza i costi denominati attualmente di transazione e comunque gli oneri accessori sostenuti – in particolare per la più frequente ipotesi dell'ottenimento di un finanziamento ma estendibile per analogia anche ai crediti – venivano capitalizzati fra le immobilizzazioni immateriali (voce B.I.7) ed ammortizzati secondo criteri finanziari o a quote costanti.⁸⁷ In particolare per i debiti che erano rilevati al valore nominale, questo procedimento costituiva una rettifica indiretta del loro valore. Lo stesso effetto si otteneva con la rilevazione degli aggi e disaggi di emissione fra i risconti rispettivamente passivi e attivi. Come conseguenza il loro ammortamento veniva imputato in Conto economico fra gli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali (voce B.10.a) e quindi fra i costi della produzione, incidendo sui risultati della gestione operativa. La loro collocazione attuale fra gli oneri ed i proventi finanziari risulta maggiormente adeguata al loro profilo e alla loro natura economica, a prescindere da qualsiasi equivalenza sotto il profilo quantitativo.

Lo Stato patrimoniale accoglierà non più aggregati di valori nominali o di valori a scadenza, rappresentando in maniera formalistica quali sono gli ammontari di flussi monetari che ci si aspetta di incassare o si è obbligati a pagare, bensì aggregati di valori attuali alla data di bilancio più vicini al loro *fair value* calcolato con criteri prettamente finanziari. Tale fenomeno creerà, d'altro canto, una cesura che rende oggettivamente meno confrontabili le poste del bilancio d'esercizio civilistico di una medesima società nelle analisi intertemporali di periodi a cavallo della riforma a meno che l'applicazione retroattiva sia ineccepibile e possibile per più di due esercizi.

Il Conto economico, come contropartita, vedrà transitare a parità di operazioni un ammontare maggiore di componenti finanziarie e la distribuzione temporale fra gli esercizi degli interessi attivi e passivi sarà differente. Questo potrebbe portare, a parità di flussi di disponibilità liquide incassati o pagati dall'impresa per l'estinzione dei crediti e debiti – e pertanto senza modifiche dell'aspetto monetario della gestione – ad un

⁸⁷ OIC 19, *Debiti*, 5 agosto 2014, par. 30.

aumento dell'incidenza della gestione finanziaria e del suo risultato all'interno del risultato economico aziendale. Il combinato disposto del criterio del costo ammortizzato con il postulato della rappresentazione sostanziale per i finanziamenti dei soci o infragruppo destinati ad un rafforzamento patrimoniale, farà crescere il valore della partecipazione per il mutuante e del patrimonio netto del mutuatario. Infine, per i crediti e debiti commerciali si ottiene una riqualificazione contabile dei proventi ed oneri, che al posto di essere rilevati all'interno delle classi A e B del Conto economico, saranno iscritti come proventi ed oneri finanziari. Una parte del ricavo ordinario per vendita di prodotti si trasforma in interesse attivo su crediti. Una parte del costo d'acquisto si trasforma in interesse passivo. Una parte del costo di acquisto ammortizzabile di un macchinario o un'attrezzatura e gli oneri pluriennali per spese di transazione su un finanziamento diventano interessi passivi, influenzando il loro ammortamento civilistico e fiscale.

L'impatto di queste novità a livello fiscale sulle deducibilità dei costi di periodo, degli interessi passivi, sulla diminuzione del valore ammortizzabili dei cespiti, nonché sul computo di risultato operativo (ROL), IRAP, super e iper ammortamento,⁸⁸ esulano dagli scopi di questo lavoro, però conducono ad ipotizzare che in futuro si possa assistere nei rapporti commerciali ad un maggiore ricorso all'uso di clausole contrattuali esplicite inerenti gli interessi per dilazioni di pagamento e – in generale – ad un maggiore utilizzo di tassi in linea con quelli di mercato nei contratti di finanziamento.

2.2.7 Modifiche minori: conti d'ordine e valutazioni costanti

Tra le modifiche aventi ad oggetto lo schema Stato patrimoniale e di minor impatto per le determinazioni quantitative possiamo annoverare quella riguardante i cosiddetti conti d'ordine. Queste scritture contabili con funzione prevalentemente mnemonica rappresentano accadimenti che non hanno ancora avuto influenza sulle risultanze ed i prospetti contabili redatti ma potrebbero averla in futuro e per tale ragione costituiscono un utile corredo informativo ai valori di bilancio. In precedenza il terzo comma dell'art. 2424 c.c. recitava: *“in calce allo stato patrimoniale devono risultare le*

⁸⁸ Si vedano ad esempio: L. Gaiani, *Crediti e debiti al costo ammortizzato: complicazioni contabili e ricadute fiscali*, in «Il Fisco», n. 15/2017, p. 1418-1421; M. Orlandi, *OIC 19, costo ammortizzato e ristrutturazione del debito*, in «Il Fisco», n. 28/2017, p. 2762-2764.

garanzie prestate direttamente o indirettamente, distinguendosi fra fideiussioni, avalli, altre garanzie personali e garanzie reali, ed indicando separatamente, per ciascun tipo, le garanzie prestate a favore di imprese controllate e collegate, nonché di controllanti e di imprese sottoposte al controllo di queste ultime; devono inoltre risultare gli altri conti d'ordine". Il Codice, concentrandosi sull'esposizione dell'azienda come garante di vicende economiche estranee alla propria attività, non si preoccupava di definire gli altri conti d'ordine, lasciando tale incombenza ai principi contabili. La previsione si combinava con il numero 9) dell'art. 2427 c.c. che statuiva come la Nota integrativa dovesse riportare informazioni aggiuntive su "gli impegni non risultanti dallo stato patrimoniale; le notizie sulla composizione e natura di tali impegni e dei conti d'ordine, la cui conoscenza sia utile per valutare la situazione patrimoniale e finanziaria della società specificando quelli relativi a imprese controllate, collegate, controllanti e a imprese sottoposte al controllo di queste ultime".

Con questo combinato disposto, si dava notizia ai fruitori del bilancio d'esercizio, in calce allo Stato patrimoniale,

- delle garanzie prestate ai terzi a qualunque titolo (fidejussioni, pegni, ipoteche, avalli di cambiali, lettere di *patronage*, etc.),
- delle garanzie ricevute,
- degli impegni (e.g. impegni connessi alla stipula dei contratti derivati),
- dei beni di terzi presso la società (a titolo di deposito, pegno, cauzione, lavorazione, comodato, etc.),
- dei beni della società presso i terzi,

che non avevano trovato alcun riscontro o i cui effetti non erano stati rilevati nelle altre sezioni del fascicolo di bilancio.⁸⁹

In seguito all'entrata in vigore del D.Lgs. 139/2015, il terzo comma dell'art. 2424 è stato cancellato e tutte le informazioni inerenti i conti d'ordine sono complessivamente confluite nella Nota integrativa. L'attuale numero 9) dell'art. 2427 c.c. prevede ora l'obbligo di esporre distintamente:

⁸⁹ OIC 22, *Conti d'ordine*, 5 agosto 2014, par. 4-16.

- l'importo complessivo degli impegni, delle garanzie e delle passività potenziali non risultanti dallo stato patrimoniale, con indicazione della natura delle garanzie reali prestate;
- gli impegni esistenti in materia di trattamento di quiescenza e simili, nonché
- gli impegni assunti nei confronti di imprese controllate, collegate, nonché controllanti e imprese sottoposte al controllo di quest'ultime sono distintamente indicati.

Un'altra modifica d'impatto quantitativo limitato sulle risultanze contabili ma che in sede di prima applicazione farà sorgere la necessità da parte delle imprese di adeguamenti procedurali alla contabilità di magazzino e modifiche ai sistemi informativi riguarda la cancellazione del numero 12) dell'art. 2426 c.c. La norma cassata prevedeva la possibilità di iscrivere a valore costante le attrezzature industriali e commerciali, le materie prime, sussidiarie e di consumo qualora fossero costantemente rinnovate ed il loro ammontare o le variazioni di entità, valore e composizione fossero di scarso rilievo rispetto al totale dell'attivo di bilancio. Una vera e propria applicazione del postulato di significatività *ante litteram*, che assicurava per importi modesti riguardanti gli acquisti di cancelleria e materiale da ufficio, minuterie di magazzino, attrezzature e materiale di consumo di basso valore unitario la possibilità di iscrivere a Stato patrimoniale una sorta di scorta permanente. Gli acquisti annuali di reintegro della scorta si registravano direttamente in Conto economico senza movimentazioni effettive di magazzino, semplificando la tenuta della contabilità. A partire dai bilanci 2016, invece, tale possibilità sarà negata e pertanto, i beni che non ricadono nella categoria delle rimanenze saranno imputati a Conto economico, mentre per le rimanenze sono previsti obblighi di soggezione a inventario e valutazione secondo l'art. 2426, numero 9) del Codice civile.⁹⁰

2.3 Principali modifiche al Conto economico

La Tabella 2.7 riporta lo schema di Conto economico con evidenziazione delle correzioni apportate dalla nuova formulazione dell'art. 2425. Le voci sottolineate sono state aggiunte o spostate mentre quelle barrate sono state cancellate dalla nuova norma.

⁹⁰ A. Portalupi, *Il recepimento della Direttiva 34: impatti non solo contabili*, cit., p. 57-58.

Tabella 2.7 – Schema novellato di Conto economico ex art 2425 c.c. con interventi correttivi

<p>A) Valore della produzione:</p> <ol style="list-style-type: none">1) ricavi delle vendite e delle prestazioni;2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti;3) variazioni 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. <p>Totale.</p> <p>B) Costi della produzione:</p> <ol style="list-style-type: none">6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci;7) per servizi;8) per godimento di beni di terzi;9) per il personale<ol style="list-style-type: none">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:<ol style="list-style-type: none">a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali;b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali;c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni;d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide;11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;12) accantonamenti per rischi;13) altri accantonamenti;14) oneri diversi di gestione. <p>Totale.</p> <p>Differenza tra valore e costi della produzione (A - B).</p> <p>C) Proventi e oneri finanziari:</p> <ol style="list-style-type: none">15) proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli relativi ad imprese controllate e collegate <u>e di quelli relativi a controllanti e a imprese sottoposte al controllo di queste ultime;</u>16) altri proventi finanziari:<ol style="list-style-type: none">a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate <u>e di quelli da controllanti e da imprese sottoposte al controllo di queste ultime;</u>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 da imprese controllate e collegate <u>e di quelli da controllanti e da imprese sottoposte al controllo di queste ultime;</u>17) interessi e altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti;17-bis) utili e perdite su cambi. <p>Totale (15 + 16 - 17+ - 17 bis).</p> <p>D) Rettifiche di valore di attività <u>e passività</u> finanziarie:</p> <ol style="list-style-type: none">18) rivalutazioni:<ol style="list-style-type: none">a) di partecipazioni;b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;<u>d) di strumenti finanziari derivati;</u>19) svalutazioni:<ol style="list-style-type: none">a) di partecipazioni;b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni.<u>d) di strumenti finanziari derivati;</u> <p>Totale delle rettifiche (18 - 19).</p> <p><u>E) Proventi e oneri straordinari:</u></p>
--

20) proventi, con separata indicazione delle plusvalenze da alienazione i cui ricavi non sono iscrivibili al n. 5);

21) oneri, con separata indicazione delle minusvalenze da alienazioni i cui effetti contabili non sono iscrivibili al n. 14), e delle imposte relative a esercizi precedenti.

~~Totale delle partite straordinarie (2-0-21).~~

Risultato prima delle imposte (A - B +/- C +/- D +/- ~~E~~);

20) imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate;

21) utile (perdite) dell'esercizio.

Fonte: elaborazione personale su art. 2425 c.c.

Scorrendo le voci aggiunte rispetto alla versione previgente, si può notare come esse siano la conseguenza delle modifiche intervenute allo schema di Stato patrimoniale, posto che riguardano i rapporti infragruppo e gli strumenti finanziari derivati.

Una rappresentazione dei rapporti finanziari con le imprese facenti parte del medesimo gruppo che amplia il proprio spettro necessita di un corrispondente indicazione dettagliata degli effetti corrispondenti sul risultato economico d'esercizio. Pertanto è stata aggiunta una indicazione distinta dei ricavi relativi alle controllanti ed alle imprese sottoposte al controllo di queste ultime per: i proventi da partecipazione (voce C.15); i proventi da crediti iscritti nelle immobilizzazioni (voce C.16.a); i proventi finanziari diversi (voce C.16.d). Vista la *ratio* della modifica, desta quantomeno sorpresa il fatto che il legislatore non abbia previsto il medesimo livello di dettaglio in maniera speculare anche per gli interessi ed altri oneri finanziari (voce C.17) che continuano a non esporre separatamente gli oneri relativi ai debiti contratti con le imprese sottoposte al controllo delle controllanti. Posizioni debitorie che nondimeno sono esposte in maniera separata nel passivo (voce D.11-bis). Tale mancanza depriva l'analista esterno delle possibilità di ricostruire compiutamente l'evoluzione dei rapporti debitori intrattenuti con le cosiddette «imprese sorelle» e soppesarne l'onere distinguendolo dal costo degli altri finanziamenti, una possibilità particolarmente interessante in caso di imprese di nuova costituzione sostenute da frequenti finanziamenti infragruppo. A fronte, ad esempio, di un aumento della posizione debitoria verso le imprese sottoposte al controllo della controllante, sarebbe stato conveniente calcolarne il costo medio percentuale e confrontarlo con quello di eventuali debiti verso altre classi di consociate o rispetto al costo totale dei mezzi di terzi. In particolare, in caso di adozione a regime del criterio del costo ammortizzato calcolato al tasso effettivo, sarebbe possibile determinare il costo medio effettivo rapportato al valore attuale dei debiti al passivo, per ogni categoria di debito contratto con imprese consociate. Parziale ristoro a questa

lacuna informativa potrebbe venire dalle informazioni sulla suddivisione degli interessi ed altri oneri finanziari da inserire obbligatoriamente in Nota integrativa ex art. 2427 c.c. numero 12.

L'introduzione degli strumenti finanziari derivati attivi e passivi nello schema patrimoniale ha comportato il corrispettivo inserimento di voci dedicate all'interno della classe D) Rettifiche di valore delle attività e passività finanziarie del Conto economico che, coerentemente, ha modificato la propria denominazione aggiungendovi le passività. Pertanto le variazioni di *fair value* positive e negative rilevate nell'esercizio ed inerenti i derivati che non coprono il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, troveranno accoglimento in distinte voci:

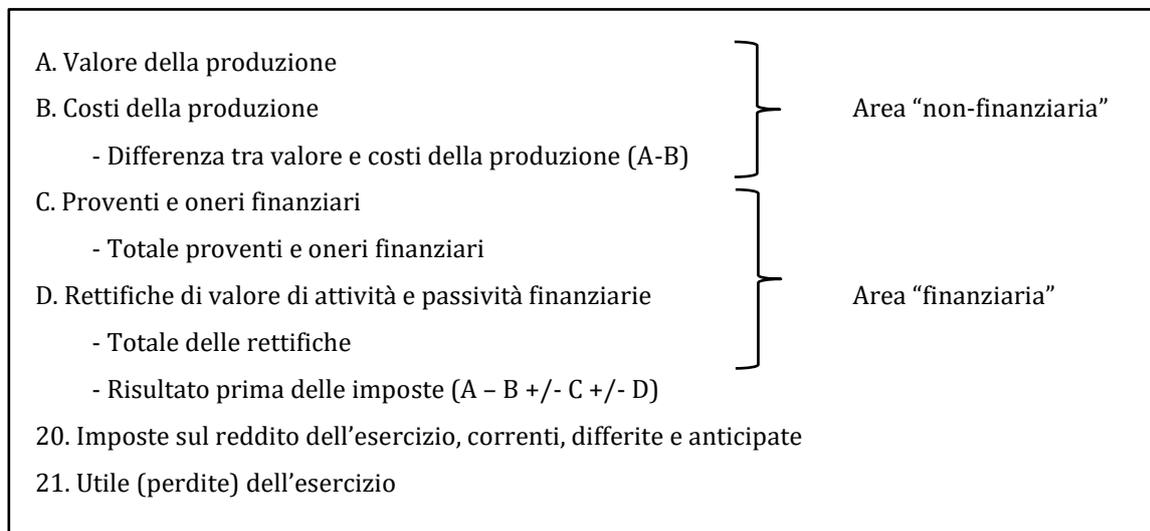
- le variazioni di fair value positive, come rivalutazioni alla voce D.18.d;
- le variazioni di fair value negative, come svalutazioni alla voce D.19.d.

Il mutamento di esposizione dei derivati in Conto economico rientra pertanto nel più generale accoglimento degli standard internazionali per la rappresentazione in modo più trasparente delle operazioni finanziarie e dei rischi connessi. Gli effetti reddituali sulle transazioni concernenti i contratti derivati a partire dai bilanci 2016 vengono così rilevati all'interno dei conti economici e tali transazioni non sono più trattate come «operazioni fuori bilancio». Il legislatore italiano ha esteso l'applicazione di queste norme anche alle società che redigono il bilancio in forma abbreviata, escludendo solamente le microimprese che si presume utilizzino questi strumenti finanziari in misura residuale.

Il Conto economico, interpretato secondo le definizioni date nel paragrafo 1.3, rappresenta nella struttura del sistema di bilancio quella parte che presenta e comunica i risultati della gestione (definizione funzionale) e permette di analizzarne l'andamento sotto il profilo del raggiungimento dell'equilibrio reddituale (definizione strumentale). Sulla scorta di questa considerazione, l'innovazione sicuramente più significativa è rappresentata dalla cancellazione integrale della sezione E) Proventi ed oneri straordinari. Prima di esaminare la portata di questa modifica che oltrepassa il mero livello formale, l'effetto di tale cancellazione è la riduzione del numero di sezioni che suddividono in aree separate il Conto economico. Esso è ora formato da quattro classi di

voci contabili reddituali e da due risultati intermedi, a cui si sottraggono le imposte sul reddito (costituenti da sole l'area tributaria) per addivenire al risultato netto (Figura 2.8).

Figura 2.8 – Schema sintetico di Conto economico civilistico



Fonte: elaborazione personale

La tipologia di esposizione scalare – o verticale – è l'unica forma espositiva prevista attualmente dalla direttiva 2013/34/UE come adottabile dagli Stati membri, e può differenziare la classificazione della spesa per «natura» o per «funzione». Uno dei vantaggi riconosciuti dell'esposizione scalare del Conto economico risiede nella possibilità di ricostruire le modalità di formazione del risultato economico d'esercizio, partendo dai ricavi netti di vendita e risulta estremamente utile per suddividere le variegate poste reddituali in comparti distinti e per determinare alcuni aggregati lordi e parziali che possano aiutare a comprendere quale sia la fonte qualitativa del risultato della gestione, ovvero quali aree della gestione abbiano contribuito alla sua formazione e con quale incidenza. Nel principio OIC 12 Composizione e schemi del bilancio d'esercizio si fa riferimento a tre distinte aree di attività: caratteristica, accessoria e finanziaria. L'attività caratteristica comprende le combinazioni produttive che contraddistinguono la società in quanto azienda di produzione per il mercato e che pertanto generano componenti reddituali positivi ricorrenti nel tempo. Questo insieme di operazioni identifica la "funzione economico-tecnica tipica di ciascuna azienda",⁹¹ ne rappresenta il

⁹¹ G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, cit., p. 136.

core business strategico e pertanto non suscettibile di mutamenti nel breve termine ma solamente a seguito di processi deliberati di conversione industriale che interessino prima di tutto il patrimonio di competenze distintive a disposizione dell'impresa. Vista la presenza nel contesto contemporaneo di imprese *multi business*, impegnate in aree strategiche d'affari talora eterogenee e distanti fra loro, il numero 10 dell'art. 2427 c.c. prevede che si dia adeguata informativa in Nota integrativa dei diversi settori o categorie di attività nei quali la società è impegnata,⁹² così come l'art. 2428 specifica che nella Relazione sulla gestione si deve effettuare un'analisi della gestione societaria nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato. La riclassificazione civilistica e l'OIC 12 distinguono i componenti positivi e negativi così originati da quelli provenienti dall'attività finanziaria che sono ricompresi nelle classi C e D del Conto economico: proventi e oneri, plusvalenze e minusvalenze da cessioni di strumenti finanziari, utili e perdite su cambi, ma anche rivalutazioni e svalutazioni e variazioni di *fair value* di strumenti finanziari derivati. Questa classificazione esibisce un'interpretazione estesa del termine finanziario e riunisce in un'unica area poste originate in realtà sia da operazioni di finanziamento che da operazioni di impiego delle eccedenze di disponibilità liquide non consumate dall'attività caratteristica. A completare il quadro l'attività accessoria è definita in negativo come non appartenente a nessuna delle due precedenti e trova spazio assieme all'attività caratteristica nelle classi A e B del Conto economico.⁹³ L'attività accessoria così definita non va quindi confusa con l'insieme delle operazioni di gestione patrimoniale⁹⁴, ovvero quelle operazioni che mirano a generare redditi tramite progetti di investimento estranei all'attività caratteristica, dato che al suo interno sono ricompresi redditi provenienti da investimenti immobiliari (e.g. fitti attivi), ma non le cedole pagate da un titolo di stato o i dividendi percepiti da una partecipazione, i quali confluiranno nell'area finanziaria.

Questa suddivisione progressiva si differenzia da una forma espositiva a sezioni divise e contrapposte – o orizzontale – tipica dei conti economici a «costi ricavi e rimanenze» che suddividono i componenti di reddito in negativi nella sezione Dare (costi d'esercizio, rettifiche di ricavi e rimanenze iniziali) e positivi nella sezione Avere

⁹² OIC 12, *Composizione e schemi del bilancio d'esercizio*, 22 dicembre 2016, par. 43-44.

⁹³ *Idem*, par. 45

⁹⁴ C. Marcon, *La riclassificazione del Conto economico*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 72.

(ricavi d'esercizio, rettifiche di costi e rimanenze finali). Questo tipo di struttura era generalmente utilizzato in Italia per la redazione del Conto dei Profitti e delle Perdite nel periodo compreso fra la cosiddetta mini-riforma delle società per azioni del 1974⁹⁵ ed il recepimento delle direttive contabili con il D.Lgs. 127/1991, in quanto era armonica e congruente alla tradizione contabile adottata nel nostro Paese, ancorata al sistema del reddito, ed inoltre era ottenibile con pochi aggiustamenti dalla chiusura dei conti di CoGe dopo le scritture di assestamento. In questa struttura rappresentativa, si contrappongono graficamente classi omogenee per natura di costi e ricavi: le stime e congetture iniziali di esercizio, le quantità economiche rilevate nell'esercizio, le stime e congetture di fine esercizio.⁹⁶ Gli apprezzamenti possibili in questo tipo di esposizione sono quelli relativi alla qualità del reddito prodotto tramite l'osservazione dei valori derivanti da congetture e processi di stima, come le rimanenze, gli ammortamenti e gli accantonamenti e quelli derivanti da scambi con terze economie, come i ricavi di vendita, i costi d'acquisto, gli oneri e proventi finanziari. La maggiore incidenza dei valori del primo tipo è un indicatore di una maggiore soggettività associata al reddito prodotto, che risulterà quindi meno attendibile agli occhi dell'analista.⁹⁷

Una volta recepite con significativo ritardo le direttive contabili di matrice europea, la struttura obbligatoria della sintesi reddituale adottata è di tipo scalare a «valore e costi della produzione» (talora anche denominata a «costi ricavi e variazioni delle rimanenze») dal nome dei primi due aggregati ivi esposti, con una classificazione dei costi per natura. Pertanto, il primo aggregato accoglie le poste che rappresentano il valore frutto della produzione dell'impresa – ma non necessariamente oggetto di collocazione sul mercato – durante l'esercizio in tutte le modalità possibili: ricavi ordinari derivanti da vendite di beni e prestazioni di servizi; ricavi di origine accessoria non attinenti all'attività principale; contributi in conto esercizio; variazioni di rimanenze che hanno subito una qualche trasformazione dovuta ad un processo produttivo (prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti); variazioni di lavori in corso su

⁹⁵ Legge 7 giugno 1974, n. 216 "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari" pubblicata nella G.U. n. 149 del 8 giugno 1974.

⁹⁶ F. Cescon, *L'analisi finanziaria nella gestione aziendale. Teorie, strumenti, applicazioni*, UTET, Torino, 1995, p. 10-12.

⁹⁷ Cfr. G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, cit., p. 216-219; E. Santesso, U. Sòstero, *op.cit.*, p. 137; C. Marcon, *ult.op.cit.*, p. 70-71.

ordinazione e una quota di costi d'esercizio capitalizzati, ossia stornati in quanto finalizzati a costruzioni interne effettuate in economia che hanno incrementato le immobilizzazioni in essere. Come accennato in precedenza, si tratta di un aggregato che riassume poste di natura eterogenea appartenenti sia all'area caratteristica sia a quella accessoria, senza consentire un'identificazione separata. In particolare, la posta A.5) Altri ricavi e proventi racchiude al suo interno: proventi derivanti da attività accessorie; sopravvenienze ed insussistenze attive, ripristini di valore di immobilizzazioni non finanziarie precedentemente svalutate, plusvalenze da alienazione cespiti. Le uniche componenti positive di reddito escluse nel Valore della produzione sono quelle di dichiarata natura o origine finanziaria, collocate nelle classi C e D del Conto economico.

L'aggregato B inerente i costi della produzione, se possibile è caratterizzato da una eterogeneità ancor superiore, in quanto ricomprende tutti i componenti negativi di reddito, ad esclusione di quelli derivanti da strumenti finanziari e delle imposte dirette. I costi si riferiscono alle operazioni effettuate durante l'esercizio per generare i componenti positivi individuati nell'aggregato precedente. In esso, pur scontando le differenze attribuibili al settore di attività cui l'impresa afferisce, si potranno rintracciare costi d'acquisto di beni e di servizi, canoni per godimento beni di terzi, spese relative al personale dipendente, variazioni delle rimanenze che non hanno subito trasformazione interna (materie prime, sussidiarie, di consumo, semilavorati), quote di utilizzo dei fattori a fecondità ripetuta, finanche gli accantonamenti e svalutazioni a scopo prudenziale. La voce B.14) Oneri diversi di gestione, inoltre, accoglie in sé una tale disomogeneità interna da comprendere in un'unica voce poste reddituali che vanno dai costi di manutenzione di impianti locati a terzi, a minusvalenze da alienazione, insussistenze passive, liberalità, abbonamenti a giornali e riviste, fino ai tributi non contemplati fra le imposte dirette sul reddito d'esercizio. Come anticipato, l'unico criterio classificatorio è la natura ovvero l'origine del costo che porta ad accorpate, ad esempio, tutti gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali nella voce B.10.b a prescindere dalla funzione alla quale sono destinati ma separa i costi per il servizio dei buoni pasto o gli aggiornamenti professionali dei dipendenti, dalle spese relative al personale, anch'esse accorpate senza distinzione funzionale (e.g. amministrativa, commerciale, produttiva, R&D).

Riesaminando la Figura 2.8, la struttura del Conto economico civilistico vigente prevede la separazione dei valori reddituali in due macrocategorie la cui somma

algebraica determina il risultato al lordo delle imposte dirette: una finanziaria ed una non-finanziaria. Quest'ultima comprende in maniera indistinta le attività caratteristica e accessoria svolte da un'impresa e potrebbe, in alternativa, essere denominata «operativa» se tale vocabolo non potesse condurre a fraintendimenti successivi sull'interpretazione del risultato intermedio A-B come equivalente alla configurazione di «reddito operativo» presente in altre riclassificazioni gestionali del Conto economico, e che includono al loro interno anche proventi classificati nell'attività finanziaria. Questa strutturazione, quindi ha come scopo principale la rappresentazione del risultato economico d'esercizio come aggregazione progressiva di valori prodotti, fattori produttivi e oneri diversi necessari alla produzione cui si contrappongono i componenti reddituali originati da attività e passività finanziarie. Con ciò il legislatore stabilisce una cesura fra le due macroattività, sminuendo le interdipendenze presenti anche a livello strategico (si pensi ad esempio alle partecipazioni in imprese controllate e collegate), ma adottando una prospettiva legata alla origine delle poste di bilancio e creando due raggruppamenti contraddistinti da disomogeneità interna e limitato rilievo per l'attività decisionale del management. Tale cesura si manifesta in maniera ancor più evidente dopo l'eliminazione della sezione contenente i proventi e gli oneri che in precedenza si definivano straordinari e che d'ora in poi dovranno essere ricompresi in una delle due macrocategorie: finanziaria o non finanziaria. Se risulta quantomeno coerente che proventi e oneri non ordinari di natura finanziaria vadano ora ricompresi nella classe C e che plusvalenze e minusvalenze da alienazione in precedenza non iscrivibili rispettivamente in A.5 e B.14, possano essere incluse in tali voci, più problematico è il caso delle altre poste.

Le imposte dirette relative agli esercizi precedenti sono state oggetto di previsione nel rinnovato principio OIC 25 Imposte sul reddito, in cui si stabilisce espressamente che tale voce e i relativi oneri accessori (interessi e sanzioni), siano compresi nella voce 20) imposte sul reddito d'esercizio, correnti, differite e anticipate. La voce dovrà comprendere altresì la differenza positiva (o negativa) tra l'ammontare dovuto a seguito della definizione di un contenzioso o di un accertamento rispetto al valore del fondo accantonato in esercizi precedenti.⁹⁸ Per tutte le altre poste precedentemente afferenti alla sezione E il principio contabile OIC 12 stabilisce, qualora sia possibile effettuarlo *ex*

⁹⁸ OIC 25, cit., par. 27 punto b).

ante, lo spostamento prevalente all'interno delle voci A.5 e B.14, dato il loro carattere residuale (Tabella 2.9), mentre qualora non fosse possibile dovrà essere il redattore del bilancio ad effettuare una decisione in tal senso, tenendo conto della natura della posta.

Tabella 2.9 – Trattamento contabile *ex poste* straordinarie

OIC 12 versione 2014	OIC 12 versione 2016
<i>a) Oneri, plusvalenze e minusvalenze derivanti da operazioni con rilevanti effetti sulla struttura dell'azienda ossia:</i>	
oneri di ristrutturazioni aziendali	La fattispecie può determinare la rilevazione di costi che hanno tipologia diversa tra cui, ad esempio, costi di ristrutturazione legati al personale oppure accantonamenti generici. Pertanto non essendo possibile individuare <i>ex ante</i> una voce univoca in cui classificare tali poste, si rinvia al redattore del bilancio.
componenti reddituali derivanti da ristrutturazioni del debito	La ristrutturazione del debito può dare origine a componenti positivi di reddito di tipo finanziario e pertanto tali componenti sono stati inclusi nella voce C16d) <i>proventi diversi dai precedenti</i> .
plusvalenze e minusvalenze derivanti da conferimenti di aziende e rami aziendali, fusioni, scissioni ed altre operazioni sociali straordinarie	Tali componenti sono stati inclusi nelle voci A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio</i> e B14) <i>oneri diversi di gestione</i> .
plusvalenze e minusvalenze derivanti dalla cessione (compresa la permuta) di parte significativa delle partecipazioni detenute o di titoli a reddito fisso immobilizzati	La cessione di partecipazioni e titoli a reddito fisso genera componenti di reddito di tipo finanziario. Pertanto tali componenti sono stati inclusi nelle voci: C15) <i>proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli relativi a imprese controllate e collegate e di quelli relativi a controllanti e a imprese sottoposte al controllo di queste ultime</i> ; C16b) <i>da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni</i> ; C17) <i>interessi e altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti</i>
plusvalenze e minusvalenze derivanti in generale da operazioni di natura straordinaria, di riconversione produttiva, ristrutturazione o ridimensionamento produttivo	Tali componenti sono stati inclusi nelle voci A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio</i> e B14) <i>oneri diversi di gestione</i> .
plusvalenze o minusvalenze derivanti da espropri o nazionalizzazioni di beni	Tali componenti sono stati inclusi nelle voci A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio</i> e B14) <i>oneri diversi di gestione</i> .
<i>b) Plusvalenze e minusvalenze derivanti dall'alienazione di immobili civili ed altri beni non strumentali all'attività produttiva, nonché il plusvalore derivante dall'acquisizione delle immobilizzazioni materiali a titolo gratuito</i>	Tali componenti sono stati inclusi nelle voci A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio</i> e B14) <i>oneri diversi di gestione</i> .
<i>c) Plusvalenze e minusvalenze da svalutazioni e rivalutazioni di natura straordinaria</i>	Le svalutazioni e le rivalutazioni possono riferirsi a poste di bilancio di tipologia diversa (es partecipazioni, titoli, magazzino). Pertanto non essendo possibile individuare <i>ex ante</i> una voce univoca in cui classificare tali poste, si rinvia al redattore del bilancio.

<i>d) Sopravvenienze attive e passive derivanti da fatti naturali o da fatti estranei alla gestione dell'impresa ossia:</i>	
furti e ammanchi di beni (disponibilità finanziarie, beni di magazzino e cespiti vari) di natura straordinaria. I relativi rimborsi assicurativi costituiscono sopravvenienze attive straordinarie. Nelle aziende di grande distribuzione nelle quali i furti di merci sono ricorrenti, essi costituiscono un costo di natura ordinaria (che si riflette sul minor valore delle giacenze di magazzino);	I furti e gli ammanchi possono riferirsi a beni di tipologia diversa (ad es. disponibilità finanziarie, beni di magazzino e cespiti vari). Pertanto non essendo possibile individuare <i>ex ante</i> una voce univoca in cui classificare tali poste, si rinvia al redattore del bilancio. I rimborsi assicurativi sono stati inclusi nella voce A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio.</i>
perdite o danneggiamenti di beni a seguito di eventi naturali straordinari come alluvioni, terremoti, incendi, inondazioni, ecc. (anche in questa ipotesi i relativi indennizzi assicurativi costituiscono componenti straordinari);	Le perdite o i danneggiamenti possono riferirsi a beni di tipologia diversa. Pertanto non essendo possibile individuare <i>ex ante</i> una voce univoca in cui classificare tali poste, si rinvia al redattore del bilancio. I rimborsi assicurativi sono stati inclusi nella voce A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio.</i>
liberalità ricevute, in danaro o in natura, che non costituiscono contributi in conto esercizio da iscrivere alla voce A5;	Tali componenti sono stati inclusi nella voce A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio.</i>
oneri per multe, ammende e penalità originate da eventi estranei alla gestione, imprevedibili ed occasionali;	Tali componenti sono stati inclusi nella voce B14) <i>oneri diversi di gestione.</i>
oneri da cause e controversie di natura straordinaria non pertinenti alla normale gestione dell'impresa. Ad esempio quelle relative ad immobili civili ceduti, a rami aziendali ceduti, a ristrutturazioni e riconversioni aziendali, ad operazioni sociali straordinarie come fusioni e scissioni, ecc.;	Gli oneri da cause e controversie possono riferirsi a fattispecie di tipologia diversa. Pertanto non essendo possibile individuare <i>ex ante</i> una voce univoca in cui classificare tali poste, si rinvia al redattore del bilancio.
perdita o acquisizione a titolo definitivo di caparre, qualora abbiano natura straordinaria;	Tali componenti sono stati inclusi nelle voci B14) <i>oneri diversi di gestione</i> e A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio.</i>
indennità varie per rotture di contratti.	Le indennità varie per rotture di contratti possono riferirsi a fattispecie di tipologia diversa. Pertanto non essendo possibile individuare <i>ex ante</i> una voce univoca in cui classificare tali poste, si rinvia al redattore del bilancio.
<i>g) Imposte relative ad esercizi precedenti.</i>	
Per espressa previsione di legge, sono iscritte alla voce E21 (<i>oneri straordinari</i>), in apposita sottovoce, tutte le imposte (dirette ed indirette) relative agli esercizi precedenti, compresi i relativi oneri accessori (sanzioni e interessi). Queste imposte possono derivare, ad esempio, da iscrizioni a ruolo, avvisi di liquidazione, avvisi di pagamento, avvisi di accertamento e di rettifica, ed altre situazioni di contenzioso con l'Amministrazione Finanziaria. La loro contropartita patrimoniale può essere costituita dalla voce B2 (<i>Fondo per imposte, anche differite</i>) o dalla voce D12 (<i>debiti tributari</i>), a seconda delle caratteristiche della passività (cfr. OIC 19 "Debiti"). Nell'esercizio di definizione del contenzioso o dell'accertamento, se l'ammontare accantonato nel fondo imposte risulta carente rispetto all'ammontare dovuto, la differenza è imputata a conto economico	Gli oneri per imposte dirette relative agli esercizi precedenti, compresi i relativi oneri accessori (sanzioni e interessi), e la differenza positiva o negativa derivante dalla definizione di un contenzioso a fronte di cui era stato stanziato un fondo, sono stati classificati nella voce 20 <i>imposte sul reddito d'esercizio correnti, differite e anticipate.</i> Gli oneri per imposte indirette relative agli esercizi precedenti, compresi i relativi oneri accessori (sanzioni e interessi), e la differenza negativa derivante dalla definizione di un contenzioso a fronte di cui era stato stanziato un fondo, sono stati classificati per analogia agli oneri per imposte indirette dell'esercizio corrente nella voce B14) <i>oneri diversi di gestione.</i> La differenza positiva derivante dalla definizione di un contenzioso è stata classificata nella voce A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata</i>

tra gli oneri straordinari per imposte relative a esercizi precedenti; in caso contrario, l'eventuale eccedenza è imputata nei proventi straordinari.	<i>indicazione dei contributi in conto esercizio.</i>
- <i>OIC 12 par. 51 f.</i>	
Devono essere, invece, rilevati alla voce E20 i contributi erogati in occasione di fatti eccezionali (ad esempio, calamità naturali come terremoti, inondazioni, ecc.).	Tali componenti sono stati inclusi nelle voci A5) <i>altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio.</i>

Fonte: OIC 12, 2016, p. 58-61

La numerosità ed eterogeneità delle voci precedentemente ricomprese tra i proventi e gli oneri straordinari è un indicatore della difficoltà costantemente avvertita, sia dalla dottrina che dalla professione, nell'operare una distinzione solida, tranciante ed in particolar modo universalmente condivisa fra l'attività ordinaria e l'attività straordinaria d'impresa.⁹⁹ D'altronde, le operazioni di produzione e consumo che compongono la gestione aziendale sono oggetto di interpretazioni che oscillano in un intervallo dato da due estremi fra loro inconciliabili, prodotti a loro volta da esigenze opposte. Da un lato, risalendo ancora una volta in particolare allo Zappa e all'influenza successiva della sua opera, si ha il riconoscimento dell'unità economica dell'impresa, dell'unitarietà della sua gestione nel tempo e nello spazio, del suo carattere olistico e la necessità di una prospettiva sistemica d'indagine dei fatti e accadimenti particolari.¹⁰⁰ Il reddito è un flusso che deriva da effetti di operazioni di gestione interconnesse fra loro nel tempo e nello spazio e la sua frammentazione si appoggia a convenzioni, astrazioni, congetture e stime. Dall'altro lato, l'esigenza operativa percepita in particolare dagli analisti di bilancio di una scomposizione del risultato economico di periodo che possa svelarne nel modo più approfondito possibile la struttura e le determinanti che ne influenzano l'andamento temporale, che isoli i fatti salienti di gestione, ne mostri la probabilità di ripetersi in futuro. Lo scopo è sempre l'apprezzamento della gestione: emettere una valutazione sulle prestazioni aziendali e sulle modalità con le quali il management ha gestito il complesso delle risorse aziendali. L'analisi comporta di per sé la risoluzione di un insieme complesso negli elementi che lo costituiscono allo scopo di studiarne le caratteristiche e comprenderne il comportamento con scopi anche predittivi.

⁹⁹ Cfr. P. Mella, *Indici di bilancio*, cit., p. 154; E. Santesso, U. Sòstero, *op.cit.*, p. 154-161.

¹⁰⁰ P. Bogarelli, "Unità e controllo economico nel governo dell'impresa: il contributo degli studiosi italiani nella prima metà del XX secolo", <http://hdl.handle.net/11379/9876>, Università degli Studi di Brescia Dipartimento di Economia Aziendale, Paper numero 81, 2008, p. 16-28.

Emblematica in questo senso è la contrapposizione antitetica di due esponenti del mondo accademico che hanno entrambi commentato l'eliminazione dell'area straordinaria: Libero Mario Mari¹⁰¹ per la prima visione e Francesco Manca¹⁰² per la seconda. Pur arrivando a conclusioni diverse in merito, entrambi hanno evidenziato che la qualità di straordinario applicata ad un componente di reddito è di per sé ambigua e sfuggente e può essere intesa di volta in volta con accezioni diverse: eccezionale, inusuale, non ricorrente o accessorio. La dottrina e le fonti professionali prese in considerazione dagli Autori individuano un insieme analogo di eventi generatori di componenti straordinari descritti in Tabella 2.9, nel quale figurano:

- eventi casuali e imprevedibili, come un disastro naturale, un incidente fortuito o nefasto, non dipendente dalla volontà degli amministratori;
- fatti eccezionali per la loro irripetibilità o per la quantità e qualità degli effetti con cui si manifestano rispetto al solito;
- operazioni inconsuete, o *una tantum*, realizzate al di fuori dal perimetro dell'attività caratteristica o ricorrente, come la cessione di un ramo aziendale;
- cessioni di fattori produttivi ammortizzabili, in particolare i beni strumentali a condizione che non derivi da *“fisiologica sostituzione dei cespiti per il deperimento economico-tecnico da essi subito nell'esercizio della normale attività produttiva dell'impresa”*¹⁰³;
- rivalutazioni e svalutazioni;
- rettifiche per correzioni di errori o stime, relativi ad esercizi precedenti;
- rettifiche per mutamenti di criteri valutativi o principi contabili, relativi ad esercizi precedenti.

Per quanto riguarda gli ultimi due elementi, il principio OIC 29 Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio stabilisce per loro due trattamenti contabili distinti. Le

¹⁰¹ L.M. Mari, *Considerazioni generali in merito all'eliminazione dell'area straordinaria del conto economico*, in L. Marchi, R. Lombardi e L. Anselmi (a cura di), *Il governo aziendale tra tradizione e innovazione*, Tomo I, FrancoAngeli, Milano, 2016, p. 67-82.

¹⁰² F. Manca, *Effetti dell'eliminazione dal conto economico dell'area straordinaria*, in «Amministrazione & Finanza», n. 3/2017, p. 20-25.

¹⁰³ OIC 12, *Composizione e schemi del bilancio d'esercizio*, 5 agosto 2014, par. 51 e par. 84.

rettifiche di errori ed i cambiamenti di principi contabili devono essere applicati, quando possibile, retroattivamente e gli effetti contabilizzati sul saldo d'apertura del patrimonio netto dell'esercizio in cui si individua l'errore o si adotta il nuovo principio contabile. I cambiamenti di stime sono rilevati nella voce di Conto economico relativa all'elemento patrimoniale oggetto di stima, nell'esercizio in cui si verifica il cambiamento.¹⁰⁴

Anche nell'enumerazione, peraltro non necessariamente esaustiva, delle cause scatenanti si nota la varietà degli eventi elencati che possono essere sia totalmente estranei all'azione amministrativa, sia il risultato di operazioni perseguite ma i cui effetti sono stati previsti in maniera errata, oppure il risultato di negligenze così come l'effetto di decisioni prese scientemente all'interno di un'area di sindacabilità concessa dalla norma e dalla prassi. Il rapporto fra evento e possibilità da parte del redattore di bilancio di esercitarvi un'influenza non è quindi un parametro che possa guidare nell'opera di separazione. Si potrebbe poi contestare la presenza di due aree siffatte di gestione qualora si adottasse in modo radicale una prospettiva sistemica d'indagine dei fenomeni organizzativi arrivando a sostenere, come ha fatto Peter M. Senge nel suo volume sull'apprendimento organizzativo, che *"i problemi di oggi derivano dalle soluzioni di ieri"* e che *"causa ed effetto non sono strettamente connessi nel tempo e nello spazio"*¹⁰⁵ sottolineando che le interdipendenze fra gli accadimenti e le scelte gestionali anche molto distanti fra loro possono riverberarsi con effetti inattesi ma non scollegati gli uni con gli altri. Accostando tali affermazioni con quelle esposte nel primo capitolo sulle difficoltà ed i limiti nella ricostruzione di lunghe concatenazioni causali nell'interpretazione di fenomeni complessi come quelli riguardanti il rapporto dialettico impresa-ambiente, e aggiungendovi la considerazione di come il rischio sia insito nell'esercizio dell'attività imprenditoriale si potrebbe giungere ad una visione sfumata e prevalentemente soggettiva della suddivisione fra eventi ordinari e straordinari. La completa estraneità di un evento dannoso rispetto all'azione amministrativa, peraltro, non è sempre assodata, se non nei casi di in cui la diligenza e la vigilanza siano indubbiamente ineccepibili. Considerazioni sull'abnormità di taluni effetti reddituali o la loro irripetibilità prevedono una conoscenza profonda ed estesa anche nel tempo

¹⁰⁴ OIC 29, *Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio*, 22 dicembre 2016, par. 17, 36-37, 48.

¹⁰⁵ P.M. Senge, *La quinta disciplina. L'arte e la pratica dell'apprendimento organizzativo*, Sperling & Kupfer, Milano, (7 ed.), 2006, p. 66-72.

dell'attività gestionale e comunque rimangono opinabili. A maggior ragione se l'evento è causato da esplicite scelte di cambiamento di politiche gestionali che danno luogo a minusvalenze o plusvalenze da alienazione dovute ad un mancato allineamento fra il piano di utilizzo originario e l'effettivo sfruttamento del cespite o il cambiamento di destinazione di una partecipazione.

L'unica fonte che poteva dare un'interpretazione in qualche modo autentica della fattispecie straordinaria inerente ai costi e ricavi di esercizio era la Relazione Ministeriale al D.Lgs. 127/1991, che aveva introdotto in Italia la distinzione in bilancio fra attività ordinaria e non ordinaria. All'art. 7, recitava laconicamente: *“l'aggettivo straordinario, riferito a proventi ed oneri, non allude all'eccezionalità o anormalità dell'evento, bensì all'estraneità, della fonte del provento o dell'onere, all'attività ordinaria”*. Tuttavia, pur chiarendo che non trattasi di eventi straordinari per quantità o manifestazione temporale, restava da chiarire come far rientrare la natura di un evento all'interno dell'alveo dell'ordinaria gestione e come stabilire i confini di un'attività ordinaria, vista soprattutto la varietà delle imprese a cui si applica il criterio e l'aumento della variabilità ambientale in epoca contemporanea. Quindi anche se l'interpretazione di straordinarietà è più ristretta, è comunque abbastanza ambigua da lasciare margini di discrezionalità e possibili applicazioni differenti.¹⁰⁶

Gli standard contabili internazionali hanno evidentemente ispirato la cancellazione della sezione straordinaria dal Conto economico. I principi, che prevedevano nello IAS 8 *Unusual and Prior Period Items and Changes in Accounting Policies* la rilevazione degli elementi straordinari, ne dettagliavano una casistica e ne disciplinavano l'iscrizione così come per gli elementi relativi ai precedenti esercizi ed alle variazioni di politiche contabili. A partire dal 2004 essi hanno rivisto totalmente la propria posizione con l'emissione del nuovo IAS 8 *Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors* in cui hanno eliminato ogni riferimento agli elementi straordinari, disciplinando solamente il trattamento delle variazioni di politiche contabili, delle stime nonché gli errori commessi nei precedenti esercizi. Lo stesso IAS 1 *Presentation of Financial Statements* al paragrafo 87 ha espressamente vietato di presentare nel prospetto eventuali voci di ricavo o di costo come componenti straordinarie. La direttiva 2013/34/UE e il Decreto Bilanci hanno pertanto esteso alle società che non utilizzano

¹⁰⁶ L.M. Mari, *op.cit.*, p. 78.

già gli standard IAS/IFRS per la redazione dei conti annuali questa soluzione per certi versi drastica e controversa.

Difatti il Manca, pur alla luce di quanto detto in precedenza, esprime il proprio disappunto per una diminuzione nella capacità informativa del bilancio che impatta negativamente anche sulla sua chiarezza. La presenza dell'area straordinaria contribuiva a nettare il risultato intermedio A-B – che già al suo interno comprende sia la gestione caratteristica che quella accessoria (o extra-caratteristica) – da elementi eccezionali per entità ed incidenza e non destinati a ripetersi in futuro, aumentandone la significatività. Nonostante la soggettività accordata nel periodo *ante* riforma agli amministratori nella scelta di considerare rilevanti alcuni effetti reddituali o classificare come estranee o meno dall'attività ordinaria le cessioni di alcuni cespiti ammortizzati, egli rileva come ad esempio lo storno di un fondo rischi possa avere natura molto differente a seconda che l'evento rischioso sia avvenuto o al contrario perché l'accantonamento non risulta più necessario. In aggiunta, gli amministratori potrebbero avvalersi di proventi derivanti dalla cessione di cespiti il cui ammortamento è stato programmato non in funzione della vita utile del bene pluriennale ma in funzione dei coefficienti fiscalmente deducibili e provvedere ad aggiustare per tale via il risultato dell'area non-finanziaria da presentare ai vari stakeholder. In aggiunta a ciò, la previsione al numero 13 dell'art. 2427 c.c. di dettagliare in Nota integrativa *“l'importo e la natura dei singoli elementi di ricavo o di costo di entità o incidenza eccezionali”*, non offre una compensazione apprezzabile. La causa adotta è da ricercarsi nella tendenza degli amministratori di evitare una divulgazione eccessivamente trasparente a scopo difensivo nei confronti di concorrenti e altri interlocutori, da una parte, e dal fatto che la Nota integrativa venga talvolta negletta sia dai lettori che dai redattori del bilancio. La capacità del bilancio di esercizio civilistico di dare conto con chiarezza della qualità della gestione svolta, nonché il suo utilizzo ai fini dell'analisi economico-finanziaria verrebbero ancor più menomati da una scelta radicale che, a suo parere, aumenta i margini di discrezionalità concessi.¹⁰⁷

Il Mari al contrario, imputa proprio alla riduzione dell'arbitrarietà e dei margini di discrezionalità a disposizione dei redattori di bilancio uno dei pregi migliori della riforma in oggetto. Come il Manca, vede nella soluzione adottata dal legislatore italiano ed europeo e di conseguenza dai principi contabili OIC la volontà di adeguarsi alla prassi

¹⁰⁷ F. Manca, *op.cit.*, p. 24-25.

internazionale, ma reputa che una maggiore comparabilità dei bilanci e un'indubbia semplificazione nella loro redazione siano benefici che oltrepassino il costo di una mancata evidenziazione dell'area straordinaria. Operazioni analoghe potevano essere iscritte in differenti sezioni da parte di due aziende omogenee fra loro, diminuendo l'attendibilità e la comparabilità dei risultati intermedi. Le difficoltà interpretative di fenomeni eccezionali ed inusuali che sono trasversali ad ogni area gestionale e non costituiscono perciò un ambito a sé stante ha ricevuto con il D.Lgs. 139/2015 una soluzione definitiva, per quanto insoddisfacente per chi deve attenersi ai soli dati del bilancio depositato per esprimere giudizi di merito sulla gestione aziendale. Anzi, l'Autore si spinge a considerare anche la divisione fra attività caratteristico-accessoria e attività finanziaria come sempre meno significativa, vista la rilevanza a livello strategico delle scelte di struttura finanziaria, le quali non sono più solamente una variabile indipendente dalle scelte strategiche delle altre aree di gestione.¹⁰⁸

Gli argomenti proposti a favore o contro l'eliminazione della sezione E) Proventi ed oneri straordinari dal Conto economico scontano sia la problematica della difficoltà di definire compiutamente in senso teorico e operativo la qualifica di ordinario riferito ai valori contabili di singole operazioni inserite in un sistema unitario, sia d'altro canto la necessità fortemente sentita di normalizzare la grandezza del reddito proveniente dalla gestione caratteristica, per non essere fuorviati da andamenti causati da fattori eccezionali e per questo ritenuti estranei. Ciò che manca è una precedente considerazione sull'effettiva capacità del Conto economico – ma in generale del bilancio civilistico – di poter effettivamente essere di ausilio, senza nessun accorgimento o integrazione, a processi decisionali concernenti la gestione dell'impresa. Già nel capitolo precedente si è messo in risalto come la funzione primaria del bilancio d'esercizio regolato dalle norme del Codice civile è quella di informativa nei confronti dei terzi esterni alla gestione aziendale. Come ribadito da diversi Autori,¹⁰⁹ le informazioni presenti devono in ogni caso essere trattate con la consapevolezza delle criticità esposte in precedenza sui limiti intrinseci della logica di aggregazione adottata dal Codice civile per l'esposizione del reddito d'esercizio. In questo senso risultano maggiormente

¹⁰⁸ L.M. Mari, *op.cit.*, p. 79-80.

¹⁰⁹ Ad esempio: M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 137; U. Sòstero, *Il bilancio d'esercizio secondo il codice civile e gli IFRS*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 173; P. Mella, *Indici di bilancio*, cit., p. 155.

proficue altre riclassificazioni dei valori reddituali, in cui alla dicotomia ordinario-straordinario si preferisca quella caratteristico-extracaratteristico. Laddove, al contrario, si è scelto di esporre i componenti negativi di reddito secondo la loro origine e non secondo la loro destinazione funzionale, si è implicitamente rinunciato a qualsivoglia possibilità di utilizzo diretto del Conto economico come ausilio al management dell'impresa per l'analisi degli scostamenti rispetto alla programmazione e la ricerca sulle cause delle performance ottenute dalle diverse funzioni organizzative. Men che meno si potrà integrare immediatamente con il subsistema della contabilità analitica per lo svolgimento del processo di controllo di gestione. L'utilizzo di una forma di conto economico che non sia adeguata, può portare a risultati fuorvianti e a processi decisionali fallaci.¹¹⁰ La sua prerogativa e funzione preminente erano e rimangono quella di strumento d'informativa esterna indirizzata ai terzi e su questo ruolo fa premio la maggiore comparabilità e omogeneità dei principi di valutazione nel confronto fra imprese dello stesso raggruppamento settoriale oppure nell'ottica dei stakeholder esterni all'organo amministrativo. Una suddivisione per natura della spesa rende possibili, tramite i bilanci depositati, rapidi confronti settoriali sulla struttura dei costi e sulle peculiarità del modello di business adottato. Ad esempio sui costi per dipendente – recuperando i costi del personale diviso il numero medio dipendenti rinvenibile in Nota integrativa – oppure il peso percentuale degli acquisti di materie prime e di servizi sul valore della produzione. Il livello di finanziarizzazione di un'impresa industriale e commerciale si rinviene confrontando i pesi delle due aree sopra descritte fra loro e come questo rapporto temporale muta, dando comunque indicazioni sull'origine del risultato d'esercizio.

2.4 Inserimento del Rendiconto finanziario nel sistema di bilancio

Il 18 agosto 2015, con l'emanazione del D.Lgs. 139 in recepimento della direttiva 2013/34/UE, ha segnato una tappa importante nel processo di armonizzazione europea della normativa contabile nazionale, spronando inoltre l'Organismo Italiano di Contabilità ad un'ampia opera di revisione dei principi contabili nazionali per allinearne il contenuto alle nuove indicazioni legislative.¹¹¹ In merito alla composizione strutturale

¹¹⁰ P. Collini, *Analisi dei costi. Un approccio orientato alle decisioni*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 18-25.

¹¹¹ L'OIC durante il 2016 ha provveduto all'aggiornamento dei seguenti principi contabili

del bilancio d'esercizio ha trovato infine accoglimento una delle richieste di adeguamento più risalenti nel tempo. Il legislatore infatti, modificando direttamente l'art. 2423 c.c. sulla redazione del bilancio ha stabilito che: *“Gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa”*. Con l'aggiunta del Rendiconto finanziario tra i documenti che per obbligo normativo esplicito costituiscono il bilancio d'esercizio soggetto a deposito e pubblicazione e a dispetto delle pur importanti modifiche segnalate nei precedenti paragrafi, il legislatore delegato ha introdotto probabilmente la riforma più significativa inerente l'informativa contabile esterna dell'ultimo quarto di secolo, ovvero dal recepimento delle già ricordate direttive contabili tramite il D.Lgs. 127/1991. Al tempo si decise, come punto d'avvio del processo di convergenza delle modalità di presentazione ed esposizione dei conti annuali e consolidati all'interno dello spazio comune europeo, di strutturare l'informativa di bilancio con tre documenti obbligatori, ognuno dotato di specializzazione funzionale:

- lo Stato patrimoniale che dava evidenza delle consistenze patrimoniali e finanziarie alla data di chiusura dell'esercizio e quindi esponeva il raggiungimento o meno dell'equilibrio finanziario statico;

- OIC 9 Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali
- OIC 10 Rendiconto finanziario
- OIC 12 Composizione e schemi del bilancio d'esercizio
- OIC 13 Rimanenze
- OIC 14 Disponibilità liquide
- OIC 15 Crediti
- OIC 16 Immobilizzazioni materiali
- OIC 17 Bilancio consolidato e metodo del patrimonio netto
- OIC 18 Ratei e risconti
- OIC 19 Debiti
- OIC 20 Titoli di debito
- OIC 21 Partecipazioni
- OIC 23 Lavori in corso su ordinazione
- OIC 24 Immobilizzazioni immateriali
- OIC 25 Imposte sul reddito
- OIC 26 Operazioni, attività e passività in valuta estera
- OIC 28 Patrimonio netto
- OIC 29 Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio
- OIC 31 Fondi per rischi e oneri e Trattamento di Fine Rapporto

Inoltre ha emesso il nuovo principio contabile OIC 32 Strumenti finanziari derivati.

- il Conto economico che presentava come durante il periodo amministrativo si era formato il risultato economico, ovvero mostrava se l'opera amministrativa aveva ottenuto un equilibrio fra ricavi e costi;
- la Nota integrativa che aveva il compito di integrare e chiarire i prospetti quantitativi con informazioni ulteriori e di dettaglio.

Questa tripartizione, tuttavia, risultava deficitaria nella comunicazione in maniera compiuta del raggiungimento o meno dell'economicità della gestione aziendale in tutte le sue dimensioni fondamentali: patrimoniale, economica e monetaria. Rimaneva priva di adeguata rappresentazione l'ultima dimensione riguardante il conseguimento dell'equilibrio dinamico fra i flussi finanziari in entrata e i flussi finanziari in uscita. Al pari delle componenti di reddito, anch'essi si avvicendano durante un esercizio amministrativo con andamenti temporali scanditi dai vari cicli operativi di finanziamento-investimento-trasformazione-disinvestimento ma non essendo esattamente sovrapponibili ai ricavi e costi, necessitano di essere monitorati nella loro manifestazione temporale attraverso formulazioni espositive espressamente coneggiate. Non a caso, la necessità di monitorare le variazioni degli impieghi e delle fonti di risorse finanziarie risale nel tempo e verrà presa in considerazione in un paragrafo successivo dedicato alla genesi del modello di rendiconto finanziario adottato dal Codice civile. Ci si limita solamente ad anticipare come già dal 1977 gli standard IAS avessero affrontato il problema emanando lo IAS 7 *Statement of Changes in Financial Position* e come il Documento n. 12 del 1 gennaio 1994 emanato dall'allora Commissione Paritetica per la Statuizione dei Principi Contabili istituita presso il Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti e il Consiglio Nazionale dei ragionieri, nell'espone la composizione del bilancio d'esercizio redatto secondo corretti principi contabili, dichiarava quanto segue:

“La presentazione nella nota integrativa, nella forma di prospetto, del rendiconto finanziario che espone le variazioni nei componenti attivi e passivi del patrimonio aziendale avvenute nell'esercizio, in modo da riassumere le fonti di finanziamento ed i relativi impieghi, è di particolare importanza in considerazione della rilevanza delle informazioni fornite. Tale prospetto consente di riassumere le informazioni già richieste dalla vigente legislazione in modo sintetico ma organico ed atto a fornire informazioni di natura finanziaria altrimenti non ottenibili dallo stato patrimoniale e dal conto economico.

Sebbene la sua mancata presentazione non venga considerata, in via generale, allo stato attuale, come violazione del principio della rappresentazione veritiera e corretta del bilancio, tale mancanza, tuttavia, in

considerazione della rilevanza delle informazioni di carattere finanziario fornite e della sua diffusione sia su base nazionale che internazionale si assume limitata soltanto alle aziende amministrativamente meno dotate, a causa delle minori dimensioni.”¹¹²

La posizione della fonte professionale al tempo vigente era sostenuta anche in ambito accademico, facendo leva su argomentazioni che poggiavano su altre disposizioni del Codice civile. Infatti, allora come ora, era previsto che:

- *“il bilancio [...] deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società”* (secondo comma art. 2423 c.c.);
- *“Se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo”* (terzo comma art. 2423 c.c.).

A ciò si aggiunga che la Nota integrativa deve indicare necessariamente:

- *“i movimenti delle immobilizzazioni”* (numero 2 art. 2427 c.c.);
- *“le variazioni intervenute nella consistenza delle altre voci dell'attivo e del passivo”* (numero 4 art. 2427 c.c.).

Il rendiconto finanziario appariva lo strumento espositivo migliore per adempiere in maniera completa ed esauriente alle prescrizioni riportate,¹¹³ ma la mancanza di una esplicita previsione legislativa al riguardo ed il fatto che esso non veniva nemmeno menzionato all'interno del dettato codicistico costituiva l'argomento di coloro che erano contrari a considerarne la redazione come obbligatoria al pari degli altri documenti esplicitamente previsti nell'art. 2423 c.c. Ora tale lacuna è stata sanata e il legislatore ha introdotto altre disposizioni al riguardo. A differenza però di Stato patrimoniale e Conto economico, che prevedono degli schemi contabili rigidi e predefiniti con limitate possibilità di variazione strutturale previste dall'art. 2423-ter c.c. e a differenza della Nota integrativa, il cui contenuto minimale è regolato in maniera rigorosa, per il Rendiconto finanziario sono state adottate delle disposizioni di carattere più aperto. Con l'inserimento *ex novo* dell'art. 2425-ter si dispone unicamente che: *“Dal rendiconto*

¹¹² CNDC e CNR Commissione per la Statuizione dei Principi Contabili - Documento n. 12 *“Composizione e schemi del bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi”*, 1 gennaio 1994.

¹¹³ E. Santesso, U. Sòstero, *op.cit.*, p. 191-192.

finanziario risultano, per l'esercizio a cui è riferito il bilancio e per quello precedente, l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio, ed i flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall'attività operativa, da quella di investimento, da quella di finanziamento, ivi comprese, con autonoma indicazione, le operazioni con i soci". Le forma del rendiconto non è pertanto disciplinata in modo esplicito, ma sono indicate solo le caratteristiche essenziali, ovvero rispettivamente:

- a) deve riportare le informazioni riferite ad almeno due esercizi, in ossequio al postulato della comparabilità che si applica anche agli altri schemi contabili;
- b) la risorsa finanziaria su cui determinare le variazioni e i flussi da esporre è costituita dalle disponibilità liquide (voce C.IV dell'Attivo di Stato patrimoniale);
- c) di tale risorsa si deve esporre la somma aggregata e l'articolazione nei suoi componenti (depositi bancari e postali, assegni, danaro e valori in cassa) calcolata alla data di chiusura dell'esercizio di riferimento e di quello precedente;
- d) i flussi finanziari si dividono in tre comparti o attività;
- e) nell'attività di finanziamento si indicano separatamente i flussi relativi ad operazioni con i soci, ossia si distinguono quelle relative ai movimenti di capitale proprio dai movimenti del capitale di terzi.

Questa succinta serie di indicazioni da parte della norma lascia invero un'ampia gamma di possibilità al soggetto redattore del bilancio in merito alla forma da dare al prospetto riassuntivo dei flussi di disponibilità liquide, nonché in merito alla definizione di quali flussi includere all'interno dell'esposizione. In questo caso appare preziosa l'opera di supplenza ed integrazione propria dei principi contabili nazionali redatti dall'OIC. Il ruolo dell'Organismo Italiano di Contabilità e dei principi contabili come complemento e ausilio interpretativo della norma di legge deriva anch'esso da una previsione legislativa. Si è già detto di come il regolamento (CE) n. 1606/2002 abbia introdotto l'utilizzo degli standard contabili internazionali per la redazione dei rendiconti consolidati e annuali di alcune categorie d'impres e di come tale regolamento sia stato recepito in Italia attraverso il D.Lgs. 38/2005. Orbene, in questo provvedimento la Legge 11 agosto 2014, n. 116¹¹⁴ vi ha inserito l'art. 9-bis che sancisce:

¹¹⁴ Legge 11 agosto 2014, n. 116 *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, recante disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico*

“L’organismo Italiano di Contabilità, istituto nazionale per i principi contabili:

a) emana i principi contabili nazionali, ispirati alla migliore prassi operativa, per la redazione dei bilanci secondo le disposizioni del codice civile;

b) fornisce supporto all’attività del Parlamento e degli Organi Governativi in materia di normativa contabile ed esprime pareri, quando ciò è previsto da specifiche disposizioni di legge o dietro richiesta di altre istituzioni pubbliche;

c) partecipa al processo di elaborazione dei principi contabili internazionali adottati in Europa, intrattenendo rapporti con l’International Accounting Standards Board (IASB), con l’European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) e con gli organismi contabili di altri paesi.

Con riferimento alle attività di cui alle a), b) e c), si coordina con le Autorità nazionali che hanno competenze in materia contabile”.

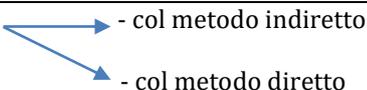
Inoltre, è stata riconosciuta la valenza pubblica del lavoro svolto dall’OIC, che ne risponde al Ministero dell’economia e delle finanze e a cui si è accompagnata la previsione di un finanziamento proveniente dal sistema camerale.

Sebbene agli standard contabili internazionali sia stata conferita forza di legge tramite un processo di omologazione e la successiva pubblicazione sotto forma di regolamenti aventi carattere sovraordinato rispetto alle norme nazionali, nonché tramite l’esplicito riferimento inserito nell’art. 2426 c.c., non si può altresì ritenere da quanto sopra esposto che i principi OIC siano meno cogenti. In ogni caso, nella loro azione suppletiva ed interpretativa delle norme legislative non possono porsi in contrasto con le stesse: nell’ordinamento giuridico italiano infatti gli usi e le consuetudini si collocano all’ultimo gradino delle fonti giuridiche e di conseguenza la loro validità è subordinata alla compatibilità con le disposizioni legislative di rango superiore. Questo però non toglie che le regole astratte e generali enunciate dai provvedimenti legislativi abbiano bisogno soprattutto in ambito contabile di indicazioni applicative che derivino da considerazioni tecnico-ragionieristiche, valide, aggiornate e generalmente condivise che diano contenuto e sostanza alla forma del precetto legislativo. Oltre al riferimento dell’art. 2219 c.c. secondo cui le scritture debbano essere tenute *“secondo le norme di un’ordinata contabilità”*, vi sono numerosi rinvii

dell’edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 192 del 20 agosto 2014 - Suppl. Ordinario n. 72.

giurisprudenziali e da parte di leggi speciali ai principi contabili nazionali, le cui specificazioni hanno rilevanza anche sotto il profilo fiscale di determinazione del reddito imponibile.¹¹⁵ Stabilito che il soggetto preposto alla redazione del bilancio si possa rivolgere all'OIC 10 Rendiconto finanziario per integrare le indicazioni dell'art. 2425-ter, si nota immediatamente come detto principio riporti in appendice gli schemi di riferimento per la redazione di un rendiconto finanziario. I modelli alternativi sono due, la cui macrostruttura è però identica, come si può notare nella Tabella 2.10.

Tabella 2.10 – Struttura del rendiconto finanziario secondo OIC 10

	200X	200X-1
Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa 		
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)		
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)		
- Mezzi di terzi - Mezzi propri		
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)		
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A±B±C)		
Effetto cambi sulle disponibilità liquide		
Disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio di cui: depositi bancari e postali assegni denaro e valori in cassa		
Disponibilità liquide alla fine dell'esercizio di cui: depositi bancari e postali assegni denaro e valori in cassa		

Fonte: elaborazione su OIC 10

La struttura scelta è di tipo scalare con presentazione distinta di ciascuna delle tre aree di attività (operativa, di investimento e di finanziamento) e l'esposizione separata nell'attività di finanziamento dei flussi derivanti da variazioni di mezzi di terzi rispetto ai flussi derivanti da variazioni di mezzi propri. Dispone inoltre la consistenza delle disponibilità liquide a inizio e fine esercizio, dopo averne calcolato la variazione ed

¹¹⁵ Si vedano i riferimenti inclusi in: E. Fusa, *Principi contabili OIC: quale valenza giuridica ai fini civilistici e fiscali?*, in «Il Fisco», n. 17/2017, p. 1663-1668.

infine prevede che si presentino per ogni voce anche i risultati dell'esercizio precedente a quello di riferimento per facilitare la comparazione fra risultati. In sintesi, ottempera almeno formalmente a tutte le prescrizioni elencate all'art. 2425-ter c.c. In aggiunta prevede la possibilità di evidenziare i flussi dell'attività operativa secondo due disposizioni: indiretta e diretta. Infine, espone in modo distinto l'effetto delle variazioni dei cambi sulle disponibilità liquide detenute in valuta estera rispetto agli altri flussi. Questo dipende direttamente dalla definizione di disponibilità liquide che viene data: essa corrisponde alla voce C.IV dell'Attivo di Stato patrimoniale, la cui specificazione viene fornita in dettaglio nell'OIC 14 Disponibilità liquide. Infatti, le disponibilità liquide possono comprendere moneta, assegni e depositi bancari e postali espressi in valuta. La caratteristica peculiare dell'aggregato preso a riferimento per la determinazione dei flussi finanziari è quella di essere immediatamente disponibile. Non sono necessari, cioè, elementi e condizioni ulteriori rispetto alla volontà dell'amministratore (o di chi esercita su sua delega le funzioni di tesoriere all'interno dell'impresa) per poter disporre del potere d'acquisto insito negli strumenti compresi in questo aggregato. Pertanto, i depositi bancari e postali sono disponibili senza vincoli presso gli istituti di credito e postali coi quali l'impresa intrattiene rapporti commerciali. Solitamente tali rapporti hanno la forma tecnica del conto corrente bancario, nel quale la banca svolge il servizio di cassa a favore e per conto del cliente¹¹⁶ e diventa intermediario nel sistema dei pagamenti, ma possono anche assumere altre forme quali quelle del deposito a risparmio (e.g. libretto di risparmio). Il requisito fondamentale è che siano incassabili a pronti. Anche gli assegni nazionali o esteri devono essere esigibili a vista, mentre va da sé che il denaro ed i valori bollati presenti in cassa sono utilizzabili senza mediazione alcuna.¹¹⁷ Si ribadisce come questo aggregato, interpretabile come *narrow money*, è dotato di un'omogeneità interna elevata in relazione a questa caratteristica peculiare di essere un'attività che non abbisogna di procedimenti di stima o valutazioni soggettive (al massimo l'operazione di cambio per i valori espressi in valuta estera) e non è affetta se non nel lungo periodo dai shock esogeni del sistema economico. I «flussi finanziari», sorvolando sugli assegni da incassare che generalmente non costituiscono ammontari rilevanti, si potrebbero in effetti denominare «flussi di cassa e banca» o più direttamente

¹¹⁶ A. Proto, *Il conto corrente come strumento di gestione del rapporto banca-cliente*, in P. Biffis (a cura di), *op. cit.*, p. 69.

¹¹⁷ OIC 14, *Disponibilità liquide*, 22 dicembre 2016, par. 4-7.

«flussi di cassa» (*cash flow*). I flussi finanziari o di cassa quindi sono variazioni in aumento o diminuzione dell'ammontare delle disponibilità liquide. La modalità di calcolo di tali variazioni verrà affrontata in un capitolo successivo, né peraltro il principio OIC 10 vi si sofferma, considerandola materia nota. Queste variazioni possono essere il prodotto di accadimenti riconducibili a tre categorie di attività, di seguito brevemente illustrate nei caratteri essenziali, lasciando per ultima l'attività operativa che può presentarsi in forma duplice.

L'attività di investimento¹¹⁸ comprende i flussi prodotti da operazioni di acquisto e di vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate presentate distinguendole appunto in tali classi. L'acquisto di tali asset comporta un flusso di cassa in uscita pari al prezzo di acquisto rettificato dalla variazione dei debiti verso i fornitori di tali immobilizzazioni; la vendita (che qualora avvenga contestualmente va presentata in maniera separata) comporta un flusso di cassa in entrata pari al prezzo di realizzo rettificato dalla variazione dei crediti verso clienti per immobilizzazioni (Tabella 2.11).

Tabella 2.11 – Attività di investimento secondo l'OIC 10

B. Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento		
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		
(Investimenti)		
Disinvestimenti		
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
(Investimenti)		
Disinvestimenti		
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		
(Investimenti)		
Disinvestimenti		
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>		
(Investimenti)		
Disinvestimenti		
<i>(Acquisizione di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide)</i>		
<i>Cessione di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide</i>		
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)		

Fonte: elaborazione su OIC 10

¹¹⁸ OIC 10, *Rendiconto finanziario*, 22 dicembre 2016, par. 32-37.

Si nota come all'interno dell'attività d'investimento vengano ricompresi flussi pagati (o incassati) per l'acquisto (o la cessione) di interi rami d'azienda, in modo distinto rispetto alle singole operazioni di acquisto e cessione. Inoltre, si prevede che il valore sia al netto delle disponibilità liquide acquisite o cedute nell'operazione, in modo da evitare una doppia esposizione. In calce al Rendiconto finanziario dovranno poi essere riportate le informazioni puntuali su: corrispettivi totali, corrispettivi sotto forma di disponibilità liquide, l'ammontare di disponibilità liquide acquisite e cedute e il valore contabile delle attività/passività. Anche i flussi inerenti gli strumenti finanziari derivati sono ricompresi in quest'area, distinti dagli altri. Qualora però il derivato venga definito come strumento di copertura, i flussi finanziari relativi dovranno essere presentati nella medesima categoria dei flussi relativi all'elemento coperto, ma sempre separatamente da questo, in modo da poter apprezzare il contributo dell'operazione di copertura.¹¹⁹

L'attività di finanziamento¹²⁰ comprende i flussi di cassa provenienti dalla ricezione o restituzione di disponibilità liquide a titolo di capitale proprio o mezzi di terzi (Tabella 2.12). Il legislatore ha espressamente previsto che sia data separata indicazione dei flussi riguardanti le due sottocategorie, in quanto la diversa origine delle entrate/uscite determina un diverso apprezzamento della dinamica finanziaria. I dividendi pagati fanno parte dell'attività di finanziamento, laddove quelli incassati vengono invece compresi nell'attività operativa.

Tabella 2.12 - Attività di finanziamento secondo l'OIC 10

C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento		
<i>Mezzi di terzi</i>		
Incremento (decremento) debiti a breve verso banche		
Accensione finanziamenti		
(Rimborso finanziamenti)		
<i>Mezzi propri</i>		
Aumento di capitale a pagamento		
(Rimborso di capitale)		
Cessione (acquisto) di azioni proprie		
(Dividendi (e acconti su dividendi) pagati)		

¹¹⁹ OIC 10 cit., par. 48-52.

¹²⁰ OIC 10 cit., par. 38-40.

Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)		
--	--	--

Fonte: elaborazione su OIC 10

L'attività operativa, nelle versioni precedenti dei principi contabili che trattavano il tema del rendiconto finanziario, era denominata attività di gestione reddituale e in effetti ricomprende al suo interno in prevalenza i flussi originati dai cicli acquisto-trasformazione-vendita di beni ed erogazione di servizi che costituiscono l'attività caratteristica della società, a cui si aggiungono i flussi di cassa concernenti tutte le operazioni accessorie che non siano state ricomprese nelle due aree di attività viste in precedenza. Comprendendo, all'interno di un raggruppamento piuttosto eterogeneo, i flussi derivanti da operazioni che generano i ricavi caratteristici dell'azienda, da questa attività ci si aspetta in condizioni di equilibrio reddituale, un contributo positivo al finanziamento di origine interna dell'impresa. Il flusso finanziario dell'attività operativa, può essere esposto in due modalità alternative, che però conducono entrambe al medesimo risultato e quindi l'organo amministrativo può decidere quale sia il migliore dal punto di vista dell'informativa verso i terzi.

Il metodo diretto (Tabella 2.13), espone i flussi di cassa in entrata derivanti dai ricavi di vendita e dalle prestazioni di servizi, da altri incassi provenienti da attività accessorie (e.g. fitti attivi), dagli interessi su titoli o altre attività finanziarie e dai dividendi ricevuti dalle partecipazioni facenti parte della gestione patrimoniale dell'impresa. Si nota la classificazione per origine dei flussi.

Tabella 2.13 – Attività operativa secondo l'OIC 10: metodo diretto

A. Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa (metodo diretto)		
Incassi da clienti		
Altri incassi		
(Pagamenti a fornitori per acquisti)		
(Pagamenti a fornitori per servizi)		
(Pagamenti al personale)		
(Altri pagamenti)		
(Imposte pagate sul reddito)		
Interessi incassati/(pagati)		
Dividendi incassati		
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)		

Fonte: elaborazione su OIC 10

Questi flussi finanziari positivi sono sommati algebricamente ai pagamenti inerenti quei costi d'esercizio che hanno trovato manifestazione finanziaria nell'esercizio di riferimento: acquisti, servizi, personale, pagamenti vari, interessi passivi finanche le imposte sul reddito. Queste ultime comprendono sia le somme pagate a titolo d'imposta alle autorità fiscali, inclusi gli acconti, sia le somme ricevute a titolo di eccedenza o rimborso. Nell'attività operativa sono pertanto inclusi flussi dall'origine eterogenea e che pertanto rendono il valore finale poco significativo ai fini di un utilizzo per scopi d'indirizzo gestionale. All'interno dei pagamenti del personale sono compresi ad esempio pagamenti di TFR che rappresentano il saldo di un debito derivante da costi pregressi e che dovrebbe essere esposto in maniera distinta rispetto alle uscite dovute a salari, stipendi e oneri sociali. Le voci "Altri incassi" e "Altri pagamenti" ricomprendono sia flussi relativi all'attività caratteristica, assieme ad altri inerenti la gestione accessoria-patrimoniale.¹²¹

Il metodo indiretto¹²² di esposizione del flusso finanziario dell'attività operativa (Tabella 2.14) arriva a tale esito partendo dal risultato economico di esercizio e trasforma, attraverso una serie di fasi di rettifica, i componenti positivi e negativi di reddito in incassi e pagamenti. La prima fase storna dal risultato dell'esercizio il valore delle plus/minusvalenze da cessione attività che andranno a confluire nei flussi originati da dismissioni ricompresi nell'attività di investimento. Si stornano inoltre le imposte sul reddito, gli interessi attivi/passivi e i dividendi percepiti i quali saranno riaggregati nuovamente nell'ultima fase, assieme alla quota di utilizzo dei fondi e agli altri incassi e pagamenti.

Tabella 2.14 – Attività operativa secondo l'OIC 10: metodo indiretto

A. Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa (metodo indiretto)		
Utile (perdita) dell'esercizio		
Imposte sul reddito		
Interessi passivi / (interessi attivi)		
(Dividendi)		
(Plusvalenze) / minusvalenze derivanti dalla cessione di attività		

¹²¹ M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 325 e p. 334.

¹²² OIC 10 cit., par. 16-31.

1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione		
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto</i>		
Accantonamenti ai fondi		
Ammortamenti delle immobilizzazioni		
Svalutazioni per perdite durevoli di valore		
Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie di strumenti finanziari derivati che non comportano movimentazione monetaria		
Altre rettifiche per elementi non monetari		
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn		
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>		
Decremento/(incremento) delle rimanenze		
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti		
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori		
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi		
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi		
Altre variazioni del capitale circolante netto		
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn		
<i>Altre rettifiche</i>		
Interessi incassati/(pagati)		
(Imposte sul reddito pagate)		
Dividendi incassati		
(Utilizzo dei fondi)		
Altri incassi/pagamenti		
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)		

Fonte: elaborazione su OIC 10

Indi, a questo risultato (1) si applicano ulteriori rettifiche per sterilizzare l'effetto di quegli elementi reddituali che influiscono sul reddito d'esercizio ma che non hanno avuto manifestazione monetaria (e.g. ammortamenti, accantonamenti a fondi, svalutazioni), né contropartita nel capitale circolante netto (operativo).¹²³ Si ottiene così un flusso finanziario precedente alle variazioni di capitale circolante netto (2) che si può interpretare come un flusso di cassa potenziale creato dalla gestione operativa prima che le variazioni intervenute nelle rimanenze, nei debiti e crediti numerari e nei ratei e

¹²³ Secondo il par. 13 dell'OIC 10: "Le variazioni del capitale circolante netto sono rappresentate dalle variazioni di rimanenze, crediti, debiti, ratei e risconti connesse ai ricavi e oneri di natura operativa". Quindi l'accezione di capitale circolante netto qui accolta è quella cosiddetta «operativa».

risconti di natura non finanziaria, assorbono o rilascino altra liquidità.¹²⁴ Il risultato economico è già stato rettificato dagli elementi di natura non monetaria e dagli effetti delle operazioni che ricadono fra le attività di investimento e finanziamento, ma deve ancora intervenire l'ultima fase di aggregazione di flussi provenienti dalle attività extracaratteristica, per cui il flusso finanziario dopo le variazioni di capitale circolante netto (3), può considerarsi un buon *proxy* del *cash flow* proveniente dall'attività tipica (ovvero caratteristica) dell'impresa. Il *cash flow* caratteristico è un aggregato molto rilevante nella conduzione dell'analisi dell'equilibrio finanziario dinamico di un'azienda di produzione per il mercato, giacché espone sinteticamente la capacità della gestione caratteristica di produrre o assorbire risorse finanziarie e quindi la capacità di una società di autofinanziarsi attraverso quell'insieme di operazioni che ne dovrebbero costituire la ragione primaria della costituzione.

A conclusione di questa descrizione sommaria, si rileva come il Rendiconto finanziario, attesa la sua funzione di presentazione delle variazioni intervenute nelle disponibilità liquide durante un esercizio, non rileva le operazioni che non danno luogo a movimenti di cassa e banca quali lo scambio di partecipazioni, le conversioni di debiti in capitale o la permuta di attività. Inoltre, qualora alcuni ammontari di liquidità non fossero disponibili, il redattore dovrà riportare in calce al rendiconto le informazioni inerenti gli ammontari che sono soggetti a vincoli al loro utilizzo e di quale natura siano tali vincoli.¹²⁵

2.4.1 Critiche e limiti informativi del Rendiconto finanziario ex OIC 10

L'inserimento del Rendiconto finanziario come quarto documento obbligatorio nel sistema di bilancio d'esercizio è indubbiamente un evento che non si può non salutare positivamente, alla luce del fatto che completa l'informativa rivolta all'esterno di una dimensione della gestione che altrimenti era impossibile apprezzare compiutamente, come già avevano annotato a suo tempo commentatori accademici e professionali. D'altra parte, corre l'obbligo di constatare che come un singolo dato, indicatore o aggregato non abbia la capacità di assolvere qualsiasi funzione informativa gli si voglia

¹²⁴ U. Sòstero, *Il bilancio d'esercizio secondo il codice civile e gli IFRS*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 203-204.

¹²⁵ OIC 10 cit., par. 53-54.

affibbiare, così uno schema espositivo, per quanto finemente elaborato, non può soddisfare che alcune esigenze lasciando per converso altre necessità non appagate. Questa premessa risulta essenziale laddove si vadano a discutere i limiti ed i punti deboli dei modelli scelti dalle fonti professionali per la rappresentazione della situazione finanziaria dinamica di un'azienda di produzione. Si dovrà inoltre considerare, come fatto per il Conto economico, che il destinatario è un soggetto esterno all'organo amministrativo e che pertanto di regola non ha prerogative gestionali né incidenza diretta nei processi decisionali societari. Partendo dagli scopi informativi precisati nell'OIC 10, il Rendiconto finanziario si propone di fornire informazioni per valutare la situazione finanziaria della società, la sua liquidità e solvibilità, ed in particolare informazioni su:¹²⁶

- le disponibilità liquide prodotte ed assorbite dall'attività operativa;
- le modalità di loro impiego e copertura;
- la capacità dell'impresa di affrontare gli impegni finanziari a breve termine;
- la capacità di autofinanziarsi.

Le valutazioni critiche rispetto alla capacità informativa del rendiconto civilistico, possono riguardarne la struttura espositiva, la chiarezza della forma oppure il contenuto di singole parti. Innanzitutto la presenza di due diversi metodi di esposizione del flusso finanziario derivante dall'attività operativa porta alla considerazione che a parità di risultato, lo schema di esposizione col metodo diretto offre una chiarezza che è sicuramente apprezzabile dall'utente del bilancio che non abbia delle solide e specifiche competenze tecnico-ragionieristiche. Questa maggiore chiarezza nell'esporre valori di incasso e pagamento, chiarezza che si ricorda essere uno dei requisiti del bilancio nel suo insieme *ex secondo* comma art. 2423 c.c., lo rende immediatamente intellegibile ad una platea di soggetti più ampia.¹²⁷ Presentando i flussi di cassa positivi e negativi risultanti da ricavi e costi operativi una volta che siano già stati rettificati del loro effetto sulle poste patrimoniali (ovvero le variazioni di capitale circolante netto operativo), si offre una situazione più immediata di quale origine abbiano avuto i mezzi monetari e da

¹²⁶ OIC 10 cit., par. 2-3.

¹²⁷ M.S. Avi, *Il rendiconto finanziario e il cash flow: limite informativo del documento civilistico*, in «Il Fisco», n. 6/2017, p. 561.

quali impieghi siano stati assorbiti, nonostante le aree di attività in cui è stato suddiviso contengano tipologie di flussi eterogenee. Anche lo standard internazionale IAS 7 *Statement of Cash Flows*, da cui l'OIC 10 Rendiconto finanziario trae la maggioranza delle proprie caratteristiche strutturali, raccomanda l'utilizzo del metodo diretto di determinazione del flusso dell'attività operativa (*net cash from operating activities*):

"The operating activities section of the statement of cash flows can be presented under the direct or the indirect method. However, IFRS has expressed a preference for the direct method of presenting net cash from operating activities. For their part, most preparers of financial statements have chosen overwhelmingly to ignore the recommendation of the IASC, preferring by a very large margin to use the indirect method in lieu of the recommended direct method. [...] An important advantage of the direct method is that it permits the user to better comprehend the relationships between the entity's profit or loss and its cash flows. For example, payments of expenses are shown as cash disbursements and are deducted from cash receipts. In this way the user is able to recognize the cash receipts and cash payments for the period."¹²⁸

Oltre ad offrire una visione diretta della relazione sussistente tra risultato reddituale e flusso di cassa relativo, i flussi storici evidenziati in tale forma possono essere utilizzati più facilmente per stimare i flussi di cassa futuri,¹²⁹ osservandone l'andamento temporale e il rapporto con gli altri prospetti del bilancio. D'altra parte la preferenza per il metodo indiretto di redazione che viene espressa sia dal principio nazionale, dedicandovi maggiore attenzione, sia dai redattori di bilancio deriva da una serie di circostanze di ordine teorico e pratico. Innanzitutto le informazioni da inserire col metodo diretto non sono direttamente disponibili da parte della generalità dei sistemi informativi e si pone pertanto necessaria un'opera di rettifica e classificazione degli incassi e pagamenti per ottenere le voci da inserire e determinare i flussi reali. Considerata la necessità di intervenire contabilmente, si preferisce adottare allora il metodo indiretto che utilizza dati reddituali già presenti in contabilità pur arrivando a mostrare un flusso finanziario come risultato di somme e rettifiche di valori non monetari. Questa peculiarità ne limita la comunicazione efficace e la comprensione da soggetti con conoscenze basilari del metodo partiduplistico. Oltre a questa ragione, l'esposizione col metodo indiretto mostra dei risultati parziali che, come visto in

¹²⁸ B. Mackenzie et. al., *2013 Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2013, p. 128.

¹²⁹ U. Sòstero, *ult.op.cit.*, p. 204.

precedenza, sono dotati di significatività intrinseca: il confronto fra il flusso finanziario prima e dopo le variazioni di capitale circolante netto può far emergere la capacità di conversione di risultati economici in risultati finanziari e offre qualche spunto, come si vedrà in seguito, per considerazioni sulle politiche di gestione dei crediti e debiti commerciali e delle rimanenze. Inoltre, il flusso finanziario dopo le variazioni di capitale circolante netto approssima il *cash flow* dell'attività caratteristica. In sintesi, il metodo diretto è più chiaro e accessibile dal punto di vista comunicativo, il metodo indiretto è più ricco di dettagli informativi e relativamente meno laborioso per gli uffici amministrativi.

Una soluzione proposta dalla Avi al riguardo, stante la preferenza dichiarata per il calcolo e l'esposizione diretta dei flussi dell'attività operativa, è quella di utilizzare i margini di modifica concessi dall'OIC 10 per aumentarne il grado informativo, aggiungendo ulteriori voci e disaggregando quelle esistenti. Viene proposto di esporre separatamente le poste facenti parte della gestione caratteristica, distinguendo in particolare le precedenti voci che accoglievano costi e ricavi accessori (Tabella 2.15) e i pagamenti dovuti all'utilizzo di fondi rischi e oneri costituiti con accantonamenti effettuati negli esercizi passati.

Tabella 2.15 - Attività operativa: metodo diretto con indicazione del *cash flow* caratteristico

A. Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa (metodo diretto)		
Incassi da clienti		
Altri incassi (se caratteristici)		
(Pagamenti a fornitori per acquisti)		
(Pagamenti a fornitori per servizi)		
(Pagamenti al personale)		
(Altri pagamenti se caratteristici)		
CASH FLOW MONETARIO CARATTERISTICO		
(Pagamento TFR)		
(Pagamenti da utilizzi fondi: da specificare analiticamente a quali fondi si riferisce)		
(Imposte pagate sul reddito)		
Altri incassi non caratteristici		
(Altri pagamenti non caratteristici)		
Interessi incassati/(pagati)		
Dividendi incassati		

Inoltre si provvedere a collocare distintamente dalle spese del personale, che vanno a formare l'aggregato *cash flow* monetario caratteristico, i pagamenti riguardanti il TFR, poiché derivano da costi cumulati negli anni precedenti e possono avere ricorrenza occasionale in taluni esercizi ed interessare ammontari eccezionali. In questo modo, si può migliorare l'informativa realizzata, in particolare per gli analisti esterni, senza stravolgere l'impianto di base e fornendo un valore – il *cash flow* monetario caratteristico – fondamentale per l'apprezzamento delle performance dell'azienda sotto il profilo del raggiungimento dell'equilibrio monetario. Mancando nell'impianto del Rendiconto finanziario di una presentazione dei fabbisogni e delle fonti che possa distinguere quelli ricorrenti da quelli occasionali, non è possibile compiere un'interpretazione dei flussi omogenei realmente compiuta. Per esprimere delle valutazioni sul grado di equilibrio finanziario dinamico di un'azienda, si necessita invero di confrontare non solo la quantità, ma anche la qualità dei flussi. Un equilibrio sarà verificato laddove i fabbisogni finanziari ricorrenti (e.g. rimborso della quota annua di un mutuo, il pagamento delle imposte, interessi passivi su obbligazionari emesse) siano coperti da fonti di qualità analoga. Fra queste il flusso di cassa della gestione caratteristica dovrebbe costituire in un'azienda equilibrata la fonte ricorrente per eccellenza e la sua consistenza condiziona fortemente i risultati di un'analisi dell'equilibrio monetario.¹³⁰

Altri commentatori¹³¹ segnalano come problematica la scelta della risorsa finanziaria di riferimento: l'utilizzo delle disponibilità liquide come fondo cui parametrare le variazioni finanziarie avvenute nel corso dell'esercizio sarebbe poco significativo tenuto conto delle peculiarità del sistema economico italiano. Le imprese, nella loro pianificazione finanziaria, utilizzano per i pagamenti non solamente le loro disponibilità liquide ma vi aggiungono quelle aperture di credito rimborsabili a vista, concesse da istituti di credito con la funzione cosiddetta di «elasticità di cassa». Pertanto si

¹³⁰ Cfr. M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 334-336; M.S. Avi, *Il rendiconto finanziario e il cash flow: limite informativo del documento civilistico*, cit. p. 554-567.

¹³¹ R. Belotti, S. Quarantini, *Limiti alla struttura del rendiconto finanziario secondo il nuovo OIC 10*, in «Il Fisco», n. 36/2017, p. 3455-3463.

argomenta come sarebbe maggiormente opportuno utilizzare il concetto di posizione finanziaria netta corrente, il quale viene determinato sommando algebricamente alle disponibilità liquide tali scoperti bancari, facendoli rientrare nei “mezzi equivalenti” cui si riferisce lo IAS 7. Utilizzando una siffatta configurazione, più affine alla configurazione del tessuto imprenditoriale italiano, si darebbe una migliore presentazione del grado di liquidità e solvibilità dell’impresa oggetto d’analisi.

Un’ultima avvertenza inerente il Rendiconto finanziario come parte strutturale del fascicolo di bilancio, sta nella sottaciuta difficoltà di determinazione dei flussi di variazione delle disponibilità liquide per alcune tipologie particolari di operazioni. A differenza di quanto si è potuto osservare nei principi OIC 15 Crediti e OIC 19 Debiti in cui l’adozione della nuova valutazione col criterio del costo ammortizzato è stata accompagnata da una serie di esempi in calce al principio stesso, volti a chiarire il trattamento delle diverse possibilità di applicazione delle novità inserite, sia la trattazione che l’esempio presentato tralasciano due categorie di flussi analoghe che sono connotate di particolare complessità: le costruzioni interne e i costi capitalizzati.¹³² Il problema si pone squisitamente sul piano della eccentricità delle costruzioni interne – talvolta denominate «commesse interne» o «commesse in economia» - che vengono iscritte in CoGe a rettifica indiretta di una pluralità di costi d’esercizio, utilizzando il criterio del costo di produzione nella valutazione del cespite prodotto internamente. Una parte di queste costruzioni possono terminare durante l’esercizio oppure rimanere aperte in CoGe a fine esercizio in conti del tipo “Immobilizzazioni in corso”. Questo suggerisce come l’impatto di tali poste si avrà sia sui flussi inerenti i costi di esercizio indirettamente rettificati, generalmente afferenti all’area caratteristica e comunque operativa, sia sui flussi relativi al cespite costruito tramite lavorazioni interne che affluiscono nell’attività di investimento del rendiconto. Non si manchi inoltre di considerare che non tutti i costi d’esercizio considerati nella determinazione del valore delle costruzioni interne sono necessariamente monetari, ovvero non tutti danno luogo ad uscite di cassa e banca: al loro interno possono essere state imputate frazioni delle quote di ammortamento di impianti ed attrezzature utilizzati nella produzione, così come quote del TFR inerente la manodopera diretta che ha compiuto le lavorazioni.

¹³² Cfr. M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 336-343; M.S. Avi, *Rendiconto civilistico: problemi di calcolo e loro impatto sulla legittimità del bilancio*, in «Il Fisco», n. 9/2017, p. 860-868.

Queste condizioni aumentano il livello di complessità nella determinazione dei corretti flussi, possono ingenerare errori di attribuzione oltre che difficoltà di esposizione dei corretti risultati all'interno degli schemi di Rendiconto finanziario precedentemente esposti. Da una parte, infatti, l'ammontare delle costruzioni interne dovrebbe rimanere visibile e distinta all'interno dell'attività operativa – o meglio ancora a rettifica dei costi caratteristici qualora si ricorra ad una esposizione tramite il metodo diretto con esposizione del *cash flow* caratteristico – in modo da segnalare il contributo di tali commesse al flusso finanziario derivante dalla gestione reddituale. D'altro canto, nella sezione dedicata ai flussi derivanti dall'attività d'investimento, le acquisizioni di immobilizzazioni tramite costruzioni interne dovrebbero altresì essere segnalate distintamente dagli acquisti operati attraverso scambi con terze economie, per evidenziare la minore oggettività intrinseca del flusso.

Conseguenza di queste difficoltà emergenti nella costruzione del Rendiconto finanziario secondo regole di ordinata contabilità, sono la possibilità per il redattore di incappare in errori anche rilevanti di determinazione dei flussi, che oltre a rendere non significativa qualsiasi costruzione e analisi successiva, ha una portata nefasta sulla regolarità del bilancio d'esercizio nel suo insieme. La pur auspicata inclusione del Rendiconto finanziario all'interno del sistema dei documenti che, a norma dell'art. 2423 c.c., costituiscono il bilancio d'esercizio ha come contraltare la possibilità di impugnativa della delibera assembleare di approvazione del bilancio in caso di errori di redazione e, qualora fosse constatata la mancanza di veridicità, portare alla nullità della delibera stessa.¹³³ Pertanto, al mutamento di *status* del rendiconto finanziario - da documento con funzioni prevalentemente gestionali a parte di un sistema normato *ex lege* – corrisponde un mutamento della sua rilevanza verso i terzi che viene per questo tutelata rigorosamente dall'ordinamento.

¹³³ *Idem*, p. 869-870.

CAPITOLO 3

PRINCIPALI SCHEMI CONTABILI E INDICATORI USATI NELL'ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA

3.1 Ruolo e logiche dell'analisi economico-finanziaria di bilancio

La divulgazione dei valori economici e finanziari che procedono dal sistema di accadimenti aziendali e sono presentati attraverso il sistema del bilancio d'esercizio è stata resa più completa nella sua struttura obbligatoria e relativamente più armonizzata e comparabile a livello europeo, grazie alle ultime novità inserite nella normativa nazionale. A prescindere da queste innovazioni e dal loro impatto sulla gestione, è già stato detto nel primo capitolo di come i vari stakeholder abbiano la necessità di basare le proprie decisioni su un concerto di dati ed informazioni più ampio di quello rappresentato dal bilancio d'esercizio depositato. Ciononostante, la classificazione e strutturazione dei valori contabili secondo il modello economico-finanziario, che trova nel bilancio d'esercizio lo strumento di rappresentazione e comunicazione, è una base indispensabile e fonte non sostituibile di conoscenza per la conduzione di analisi aziendali finalizzate alle decisioni.

Senza necessariamente proporre una definizione formale e rigorosa della tricotomia dato-informazione-conoscenza che riceve specificazioni diverse a seconda del settore disciplinare e del paradigma scientifico cui si applica,¹ si individuano nelle rilevazioni aziendali i dati elementari concernenti il sistema impresa che registrano aspetti particolari delle operazioni e gli accadimenti di gestione interna ed esterna. Nel bilancio d'esercizio le rilevazioni di gestione esterna in precedenza aggregate e manipolate attraverso metodologie contabili assurgono a sistema coerente di informazioni riferite ai valori economici e finanziari di un'azienda. Ognuna di queste informazioni – ad esempio

¹ Nella prospettiva pragmatica della gestione dei sistemi informativi, che si utilizza di seguito, cfr. C. Vercellis, *Business Intelligence: Data Mining and Optimization for Decision Making*, John Wiley & Sons, Chichester, 2009, p. 6-7; J. Valacich et al., *op.cit.*, p. 6-7. Per approcci indirizzati alla gestione della conoscenza in ambito aziendale, cfr. G. Volpato, A. Stocchetti, *op.cit.*, p. 18-20; T.H. Davenport, L. Prusak, *Il sapere al lavoro. Come le aziende possono generare, codificare e trasferire conoscenza*, ETAS, Milano, 2000, p. 1-30; I. Nonaka, H. Takeuchi, *op.cit.*, p.95-97. Per una trattazione delle diverse proprietà archetipiche: E. Rullani, *op.cit.*, p. 296-309.

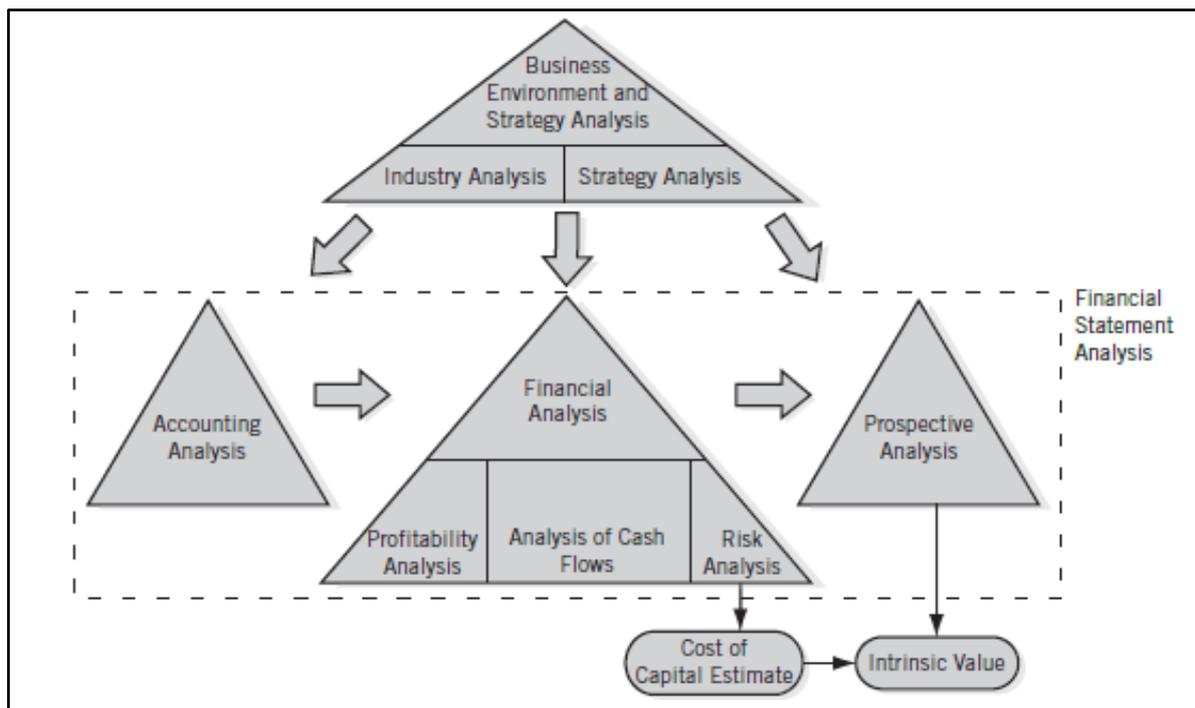
la voce dei debiti verso fornitori – è dotata di un significato all'interno del contesto nel quale viene esposta. Nel suo complesso il bilancio d'esercizio, se è ritenuto valido ed espressivo della realtà economica aziendale, consente di dare forma alle opinioni che un soggetto può costruire razionalmente sull'istituto in oggetto.

Laddove si è espressa la necessità avvertita da diversi soggetti di espandere la capacità informativa del bilancio disciplinato dal Codice civile in modo da supportare al meglio i propri processi decisionali si fa riferimento alle diverse tecniche e strumenti analitici che la prassi e la teoria hanno ideato allo scopo di produrre ulteriori costrutti informativi, destrutturando e ricostruendo in forme e con logiche d'impiego alternative i valori che vengono compendati dai bilanci. Il fine è quello di superare le rigidità imposte dal legislatore e dai principi contabili in merito alla classificazione ed alla struttura espositiva delle voci contabili per costruire nuove determinazioni quantitative dotate di significato per l'analista. Grazie ad un set informativo più esteso, il soggetto che interpreta i risultati dell'analisi economico-finanziaria e li impiega in un processo decisionale ha la possibilità di costruire a partire dalle informazioni così ottenute una conoscenza più ampia e profonda dell'azienda osservata stabilendo quali decisioni prendere e quali azioni implementare di conseguenza. Rievocando il celeberrimo motto di Luigi Einaudi "*Conoscere per deliberare*",² la conoscenza, intesa come sistema complesso di dati e informazioni organizzato e votato all'azione, è necessaria ad un processo decisionale contraddistinto da razionalità – per quanto limitata (*bounded*) – e proviene da un'adeguata collezione di informazioni sufficientemente rilevanti da consentire l'individuazione delle variabili critiche e generare alternative d'azione ponderabili. Nonostante la presenza di un set informativo ampio e dettagliato, raggiunto attraverso metodi asseverati da una consolidata tradizione, non costituisca condizione sufficiente per poter ottenere una garanzia del raggiungimento degli obiettivi perseguiti, posta la difficoltà primigenia di individuare tutte le conseguenze di una determinata condotta e date le caratteristiche contestuali in continuo mutamento, al contrario l'assenza di un processo analitico di approfondimento dei risultati di bilancio conduce il processo deliberativo a poggiarsi su basi esclusivamente intuitive o dettate dalla consuetudine. La applicazione di tecniche d'indagine talora anche molto datate, unita ad un'auspicabile

² Tratto dalle "*Prediche inutili*", <http://www.luigieinaudi.it/doc/conoscere-per-deliberare/?id=1988>.

apertura all'integrazione di metriche e metodologie più recenti, provenienti dalla ricerca e dalle prassi economico-aziendali contemporanee, può garantire il mix di strumenti più soddisfacente per operare in una realtà moderna in costante evoluzione. Occorre constatare come l'analisi dei dati economici e finanziari di un'impresa sia un'attività che ha attraversato indenne i decenni e viene proposta in paesi dalle tradizioni contabili e dalle conformazioni del tessuto economico molto differenti fra loro. Si prenda a dimostrazione la tradizione anglosassone che, come riproposto nello schema esemplificativo riportato in Figura 3.1, pur proponendo negli anni scuole sempre nuove di pensiero strategico e organizzativo adotta ancora stabilmente l'analisi economico-finanziaria quale perno delle *financial statement analysis*, a loro volta centrali sia nei processi di gestione e pianificazione strategica, sia nei processi di valutazione degli investimenti.

Figura 3.1 - Ruolo della *Financial Analysis* nelle analisi aziendali



Fonte: K.R. Subramanyam, J.J. Wild. (2008, p. 11)

Le risultanze delle tradizionali tecniche di composizione e studio sistemico dei quozienti (i.e. indici o *ratios*) e dei flussi di fondi (e.g. monetari o *cash flows*) variamente configurate a seconda degli scopi precipui delle analisi e in ragione dei modelli interpretativi adottati, sono diffusamente inserite nei fascicoli di bilancio destinati alla

divulgazione e utilizzate nelle indagini che ricercano le cause della redditività e del grado di rischio associati ad un'attività imprenditoriale, fornendo inoltre le determinanti per il calcolo del costo del capitale e la valutazione dei *driver* del valore. Anche nel caso di ricorso ad orientamenti ed approcci più evoluti e complessi di supporto all'attività d'indirizzo gestionale, esse costituiscono un punto di partenza o quantomeno un riferimento per confrontare la validità delle conclusioni ottenute, grazie alla prerogativa della semplicità – talora solo apparente – di computazione associata all'ampiezza della diffusione: in questo senso si possono definire strumenti analitici ed interpretativi «classici»³ all'interno di modelli «tradizionali»⁴ di spiegazione del valore economico.

La *financial analysis* è spesso preceduta, anche per la reportistica redatta secondo standard IAS/IFRS, da una precedente attività di considerazione del grado di perizia con la quale sono stati redatti i documenti di bilancio e di come gli schemi in esso contenuti riflettano effettivamente la realtà economica rappresentata secondo verità e correttezza. I redattori di bilancio possono infatti incappare in varie situazioni che diminuiscono l'attendibilità dei report di bilancio. Le distorsioni contabili (*accounting distortions*) più frequenti possono derivare in particolar modo da:⁵

- gli errori nelle stime e valutazioni effettuate per imperizia o negligenza. Ad esempio l'applicazione di una valutazione al *fair value* di strumenti finanziari derivati è un procedimento laborioso e tecnicamente delicato. Anche la stima della probabilità che un credito venga ripagato comporta una valutazione soggetta a fattori quali la complessità della transazione, l'imprevedibilità dell'ambiente competitivo e dei fenomeni economici accidentali di rilevanza globale.
- L'utilizzo dei margini di discrezionalità concessi dalle norme per acconciare in modo più aderente alle aspettative esterne i risultati contabili: si parla in questi casi di *window-dressing* dei valori di bilancio. Questo fenomeno va sovente a detrimento dell'attendibilità dei ricavi iscritti nell'esercizio (*earnings management*) e trova le sue cause nel legame tra risultati di breve periodo e bonus retributivi dei manager oppure

³ M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 19-20.

⁴ L. Olivotto, *Valore e sistemi di controllo. Strumenti per la gestione della complessità*, McGraw-Hill, Milano, 2000, p. 9-13.

⁵ Cfr. K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *Financial statement analysis* (10th ed.), McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008, p. 12-13, p. 106-113; K.G. Palepu, P.M. Healy, E. Peek, *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition* (3rd ed.), cit., p. 88-90.

nella soddisfazione di attese di rendimento degli altri stakeholder. A queste si possono aggiungere la volontà di mostrare il raggiungimento di determinati livelli di patrimonio o di risultato economico richiesti dal contesto competitivo, dai mercati finanziari, dai regolatori, dall'Amministrazione Finanziaria, e così via.

- Talora gli stessi standard possono portare ad applicazioni discutibili sotto il profilo della rappresentazione veritiera e corretta. Esempi possono verificarsi in un utilizzo estensivo del principio di prudenza (*conservative accounting*) o anche nel fatto che un criterio di valorizzazione delle scorte possa rispecchiarne in modo migliore la rappresentazione patrimoniale (e.g. FIFO) rispetto a quella economica (i.e. LIFO) e viceversa. Inoltre, gli standard internazionali sono generalmente il risultato di una concertazione e quindi riflettono in qualche misura anche le dinamiche politiche e l'influenza fra le varie categorie d'interessi presenti all'interno dello IASB.

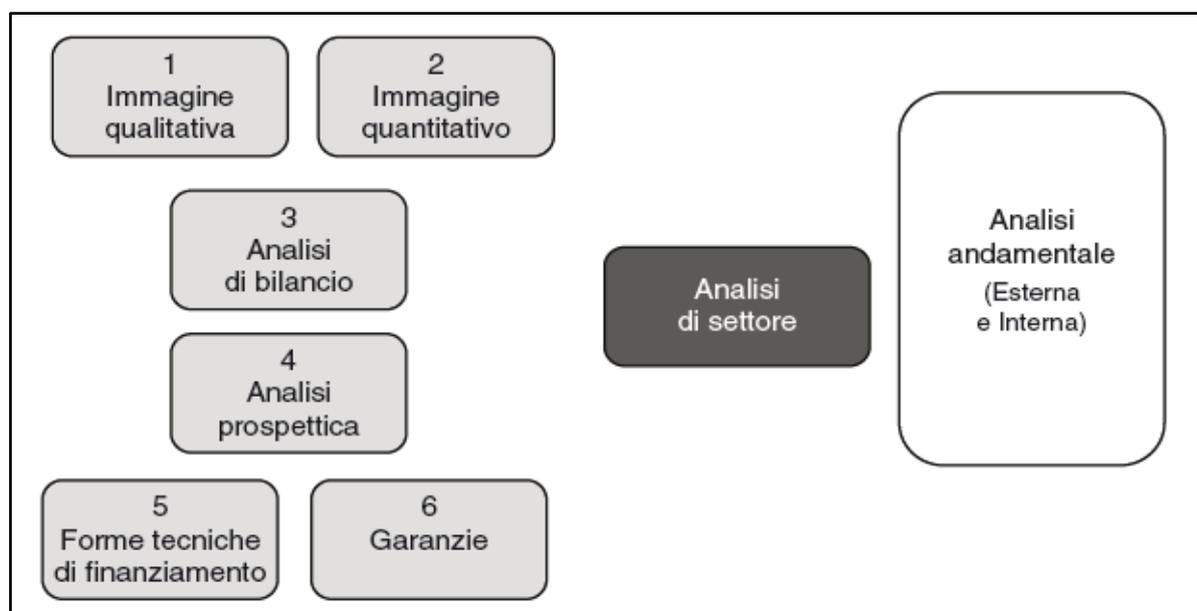
La verifica di attendibilità delle poste contabili diventa particolarmente importante nelle analisi comparative d'impresa che adottano criteri valutativi differenti per la stessa tipologia di transazioni: si pensi a due entità dello stesso settore industriale che valutino il magazzino oppure i crediti e debiti con criteri diversi. Talora il processo di confronto dei prospetti contabili potrà portare ad una modifica, o normalizzazione, dei dati di bilancio in modo da garantirne la confrontabilità. Per tali motivi, si assumerà nel prosieguo che i rendiconti siano redatti in maniera neutrale nel rispetto generale delle regole e normative vigenti e che il controllo sulla loro attendibilità e rispondenza alla situazione rappresentata sia debitamente assicurato dagli organi di revisione legale dei conti previsti dalla legge. Collegio sindacale e revisore legale dei conti ricoprono nelle società in cui esercitano la loro funzione un ruolo di verifica molto delicato e di argine alla mistificazione della realtà aziendale che, se non interpretato con il rigore necessario, va a detrimento sia della trasparenza verso l'esterno, sia dei processi di ricerca di efficienza ed efficacia interno all'impresa.

A ulteriore riprova del peso attribuito alle analisi economico-finanziarie si esamini in Figura 3.2 uno schema tipico del processo logico di affidamento bancario. Al suo interno si può notare come la fase dell'analisi del bilancio, chiaramente concentrata ad esprimere la capacità o meno dell'affidatario di poter rimborsare i prestiti concessi, sia ancora una volta una fase centrale dell'intero processo di valutazione del merito di credito.

Il sistema economico continentale europeo – e segnatamente quello italiano data la

dimensione aziendale media ancor più ristretta – si fonda in misura maggiore sul finanziamento attraverso il sistema creditizio rispetto alla realtà anglosassone, statunitense in particolare, nella quale gli investitori finanziano le imprese direttamente o per il tramite di fondi d’investimento e i cui mercati regolamentati dei titoli mobiliari sono molto più sviluppati in termini di ampiezza, profondità e spessore. Mentre nel modello anglosassone prevale un orientamento ai mercati finanziari nel modello continentale si osserva una prevalenza per l’orientamento agli intermediari finanziari.⁶ Per tale motivo è di primaria importanza individuare come la controparte dell’impresa nei contratti di finanziamento bancario valuti il merito di credito dei propri affidatari e che posizione riveste la *financial analysis* in questo processo.

Figura 3.2 – Processo tipico di affidamento bancario



Fonte: F. Naccarato (2017, p. 7)

La prima fase di conoscenza personale e formazione di un’immagine del richiedente serve per comprendere lo statuto dell’impresa, la sua *mission*, il settore nel quale opera e le peculiarità del suo modello di business e possibilmente viene effettuata visitandone anche i locali per poter associare una visione dell’assetto tecnico e dell’organismo personale ai valori contabili. Contestualmente, si raccoglie la documentazione per istruire la pratica di concessione o rinnovo affidamento, fra cui rientra il fascicolo di bilancio (fase

⁶ M. Dallochio, A. Salvi, *Management Vol. 6: Finanza in azienda*, Il Sole24Ore, Milano, 2004, p. 7-12.

2). Anche in questo caso il primo controllo è quello di attendibilità e corrispondenza formale della documentazione, ottenuta incrociando i documenti contabili con le altre informazioni rinvenibili da registri pubblici o fornite dal cliente (visure camerali, visure sugli atti immobiliari, quadro complessivo dei finanziamenti rinvenibile dalla Centrale Rischi⁷ o dai Sistemi di informazioni creditizie privati,⁸ documentazione fiscale), per poi passare alla verifica della consistenza delle poste di bilancio riportate negli schemi contabili. L'attività di verifica va di pari passo con l'analisi del settore di riferimento e del posizionamento strategico-competitivo dell'impresa al suo interno, per delineare in quale contesto si situa l'offerta del cliente. Successivamente, si potranno analizzare i rendiconti consuntivi (fase 3) riclassificando in primo luogo le informazioni derivanti dagli schemi contabili in modo da ottenere indicatori (i.e. margini e aggregati di valori contabili), quozienti e flussi di valori finanziari. La rilettura in un'ottica prospettica delle performance economiche, finanziarie e patrimoniali (fase 4) è lo step cruciale per il buon esito dell'operazione di affidamento giacché a questo stadio si forma il vero e proprio giudizio di merito sulla capacità dell'affidatario di sostenere il rimborso del credito ricevuto attraverso l'avverarsi delle prospettive reddituali e finanziarie future. Qualora il giudizio fosse positivo, gli step successivi sono funzionali alla definizione delle forme tecniche di finanziamento compatibili al fabbisogno richiesto ed alle garanzie eventualmente necessarie a fare da ulteriore argine al rischio di credito assunto dall'intermediario.⁹ L'analisi di bilancio costituisce anche in questo caso un passaggio ineludibile che si affianca ad altri elementi informativi dal carattere più *soft* per iniziare o maturare – qualora riguardi un cliente già affidato – il percorso di conoscenza

⁷ "La Centrale dei Rischi (CR) è un sistema informativo sull'indebitamento della clientela verso le banche e le società finanziarie (intermediari). Gli intermediari comunicano mensilmente alla Banca d'Italia il totale dei crediti verso i propri clienti: i crediti pari o superiori a 30.000 euro e i crediti in sofferenza di qualunque importo. La Banca d'Italia fornisce mensilmente agli intermediari le informazioni sul debito totale verso il sistema creditizio di ciascun cliente segnalato", dal sito di Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/centrale-rischi/index.html>.

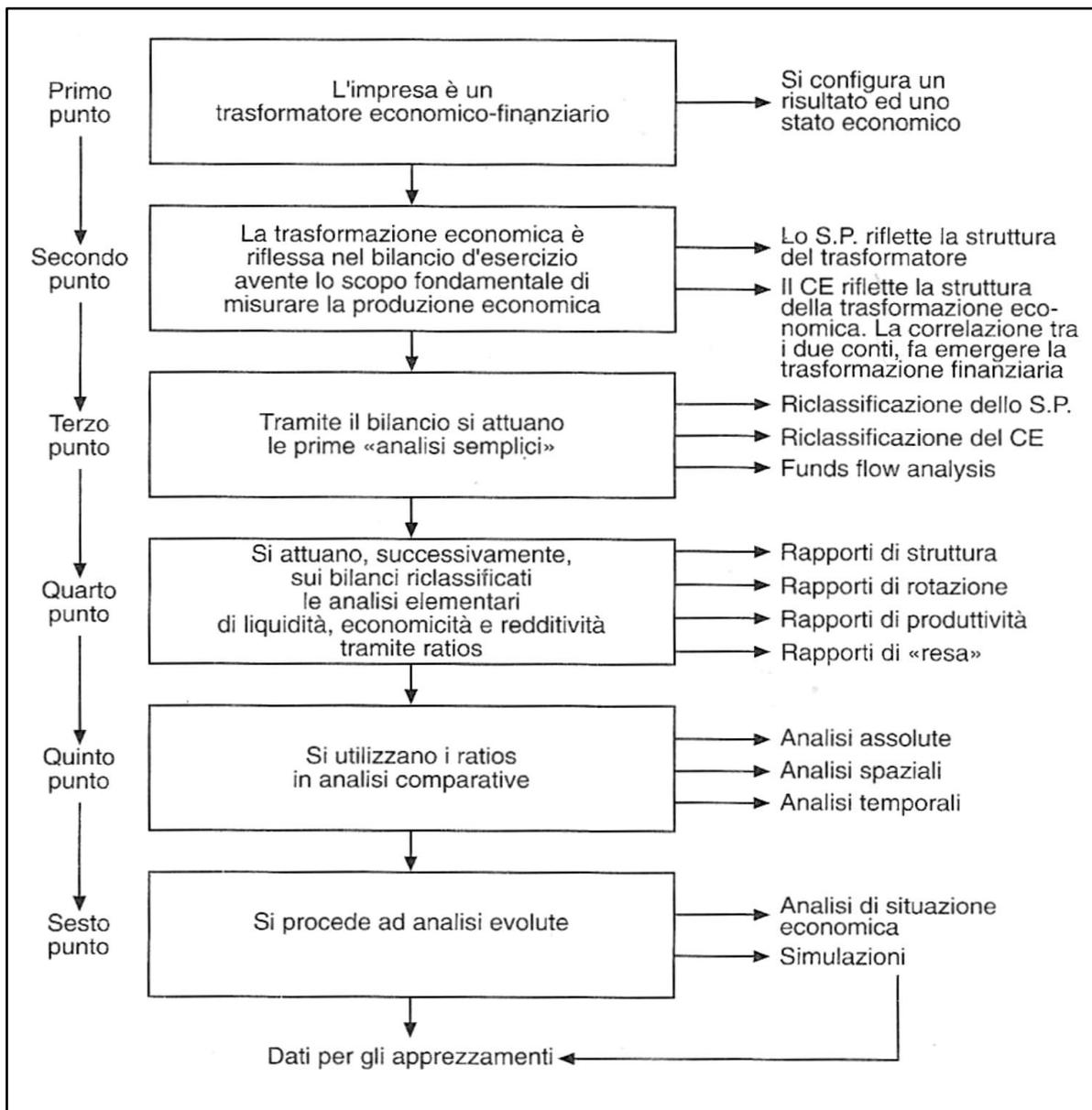
⁸ "I SIC - una volta conosciuti come «centrali rischi private» - sono le banche dati private consultate da banche e finanziarie per verificare affidabilità e puntualità nei pagamenti e servono per valutare l'opportunità di concedere credito al consumo, prestiti e finanziamenti in qualsiasi forma tecnica. I SIC attivi in Italia sono Experian, Consorzio Tutela Credito, Crif, e Assilea. I sistemi informativi possono contenere: informazioni creditizie di tipo negativo, che riguardano soltanto rapporti di credito per i quali si sono verificati inadempimenti; informazioni creditizie, che attengono a richieste/rapporti di credito a prescindere dalla sussistenza di inadempimenti registrati nel sistema al momento del loro verificarsi", dal sito di Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni-base/relazioni-creditizie/index.html>.

⁹ F. Naccarato, *Tecnica di finanziamento d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 7-11.

dell'impresa e il rapporto fiduciario che sta alla base di un rapporto creditizio.

La costruzione di strutture riclassificatorie dei valori contabili alternative a quelle prescritte dalle norme civilistiche si considera da quanto sopra esposto un'operazione da svolgere ai primordi del processo di esame di un'azienda. L'opera di riclassificazione costituisce di per sé un'attività di analisi *tout court* che impone la scomposizione e lo studio degli schemi di bilancio, ai fini dell'applicazione di logiche omogenee di aggregazione dei valori e alla ricerca di relazioni altrimenti inespresse.

Figura 3.3 - Logica dell'analisi di bilancio



Fonte: P. Mella (1996, p. 50)

Il Mella, all'interno dello schema logico-procedurale di analisi dei documenti contabili esposto in Figura 3.3, ricomprende le riclassificazioni fra le «analisi semplici» di per sé fonti di utili segnali e di una migliore visione del consuntivo e allo stesso tempo propedeutiche al calcolo dei rapporti o quozienti che si instaura successivamente.¹⁰ L'Autore definisce tre fasi distinte per la costruzione: ¹¹

1. raggruppare le numerose voci di bilancio in poche classi significative;
2. effettuare eventuali «rettifiche» in modo da aumentarne la significatività;
3. valorizzare i raggruppamenti così ottenuti, per ottenere nuovi indicatori.

Nel precedente capitolo si è già anticipato, infatti, come singole voci dello Stato patrimoniale, del Conto Economico e del Rendiconto finanziario siano caratterizzate da sinteticità o disomogeneità interna talora molto elevate che ne minano la chiarezza ed impediscono degli apprezzamenti significativi.¹² La trasformazione della struttura e composizione di Stato patrimoniale e Conto economico – definiti rigidamente nel Codice civile – conferisce maggiore espressività sotto il profilo economico-finanziario agli aggregati e margini costruiti. Questa prospettiva di utilizzo dell'analisi è adottata per lo più dagli analisti esterni, il cui limitato o nullo accesso alla CoGe ed alle informazioni ad essa complementari, restringe le possibilità di risalire ai fatti ed accadimenti che hanno provocato le trasformazioni economiche, patrimoniali e finanziarie rilevate dai dati contabili. L'operazione di inferenza del grado di adozione strategie aziendali, del loro effetto sulla struttura organizzativa e sul funzionamento dei sistemi operativi (i.e. procedure, politiche e routine interne) per arrivare ad un apprezzamento della gestione sarà inficiato dalla difficoltà di risalire compiutamente alle catene di relazioni causali e dovrà scontare un determinato grado di imprecisioni o compromessi derivanti da congetture ed ipotesi non verificabili. Per usare una metafora, l'analista è come quell'esploratore che procede dalla foce di un fiume (il bilancio), risalendone la corrente, distinguendolo da tutti gli affluenti per determinare quale sia la fonte autentica (gli accadimenti) del flusso osservato (i valori). L'azione dell'analista esterno in queste

¹⁰ P. Mella, *op.cit.*, p. 46.

¹¹ *Idem*, p. 68.

¹² Si veda il contenuto delle voci A.5 e B.14 del Conto Economico, la sinteticità dello Stato patrimoniale nei bilanci redatti in forma abbreviata o ancora il flusso finanziario dell'attività operativa esposto nel Rendiconto finanziario.

condizioni è mirata ad un'esecuzione contraddistinta dalla minor quantità possibile di errori inerenti la natura delle poste riclassificate. La presenza di compromessi e inesattezze è ineliminabile *ex ante*, ma relativamente comprimibile grazie alla professionalità ed alla esperienza dell'analista.

Diversa è la condizione delle riclassificazioni cosiddette «gestionali». Laddove, infatti, il fine ultimo è la costruzione di un sistema informativo integrato di analisi e programmazione della gestione d'impresa, come proposto da Avi, l'attività riclassificatoria assume una valenza ancor più pronunciata: è l'operazione che il management aziendale, assistito eventualmente da consulenti specializzati, attua per ricomporre i valori di sintesi in aggregati funzionali a più livelli di analisi contemporaneamente. Il connotato dell'integrazione del sistema interrelato di grandezze, aggregati, margini, quozienti e flussi, discende dall'instaurazione di una corrispondenza biunivoca costante e determinata a priori fra denominazione formale (il significante) e contenuto sostanziale (il significato). Gli elementi concettuali manipolati dal sistema informativo, giacché integrati, impongono il mantenimento di quest'associazione in ogni report, ogni elaborazione, ogni livello di utilizzo, per garantire al supporto di gestione di minimizzare le ambiguità e facilitare la comunicazione di situazioni presenti e operazioni in corso fra le varie posizioni organizzative, limitando al minimo il numero di elementi segnaletici necessari a monitorare le tre dimensioni dell'economicità. In quest'occasione, la forma è sostanza e permette il collegamento delle diverse specie di analisi che possono insistere sui valori contabili e delle diverse dimensioni temporali d'investigazione: consuntiva, presente, prospettica, programmata. L'importanza dell'integrazione si deve alla possibilità di trattare i risultati dell'analisi in maniera complessiva nonché all'opera di standardizzazione terminologica che consente all'interno della struttura organizzativa, riducendo i costi e le difficoltà di trasmissione dei dati e delle informazioni ed incrementando la produttività degli altri sistemi operativi aziendali.¹³

Le suddivisioni stabilite al momento della costruzione del sistema informativo dovranno riflettere un'opportuna omogeneità interna. Ad essa corrisponderà d'altra parte un grado di differenziazione fra le classi di valori tale da potersi applicare, ad esempio, sia in sede di analisi dell'equilibrio finanziario statico sia di analisi dell'equilibrio

¹³ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 18-19, p. 30, p. 281-287.

finanziario dinamico; per calcolare rapporti di struttura, così come rapporti di durata. È pertanto prevista l'adozione di un livello di dettaglio e analiticità superiore alle riclassificazioni con diverse propensioni teleologiche.¹⁴ L'apporto in termini di tempo e competenza professionale profuso dagli amministratori e dalla struttura organizzativa aziendale – soggetti interni al sistema che detengono la conoscenza contestuale indispensabile per dipanare le problematiche di suddivisioni in classi – si pone in tutta evidenza come essenziale alla loro costruzione al fine di plasmare un sistema informativo solido e per assicurarne una corretta implementazione.¹⁵ I valori della CoGe potranno così affiancarsi ai dati supplementari disponibili ai soli soggetti interni e provenienti dagli altri subsistemi informativi: la struttura dei costi aziendali, la contabilità analitica, i budget, i dettagli della struttura organizzativa e dell'assetto tecnico, le vicende dei contratti in essere, i contenziosi in corso e le previsioni di risoluzione degli stessi.

Un'ultima chiosa si riserva alla necessità di rammentare nuovamente che tutta l'attività che costituisce analisi di bilancio deve scontare una limitazione fondamentale: la scomposizione del fenomeno gestionale di per sé unitario in componenti elementari può perdere di significatività se non si riportano tali componenti a sistema e non si adotta un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

3.2 Riclassificazione dello Stato patrimoniale seguendo il criterio finanziario

Lo Stato patrimoniale raccoglie le consistenze dei conti accesi ai valori finanziari ed economico-patrimoniali alla data di redazione del bilancio (vedi Tabella 1.7 valori A e B1), ovvero al termine del periodo gestionale. L'incessante svolgersi dei processi di creazione (o dissipazione) di valore economico di cui si compone l'unitarietà della gestione, viene congelato ad un preciso istante e s'immortalano in una rappresentazione statica le operazioni in corso di svolgimento, i fattori di produzione e i beni materiali e immateriali, i diritti e le obbligazioni legati all'azienda. La sua redazione sistematica a cadenza regolare – annuale per il bilancio d'esercizio – permette di ottenere nel tempo una collezione di istantanee che mostrano le trasformazioni subite dal patrimonio. L'articolazione dei

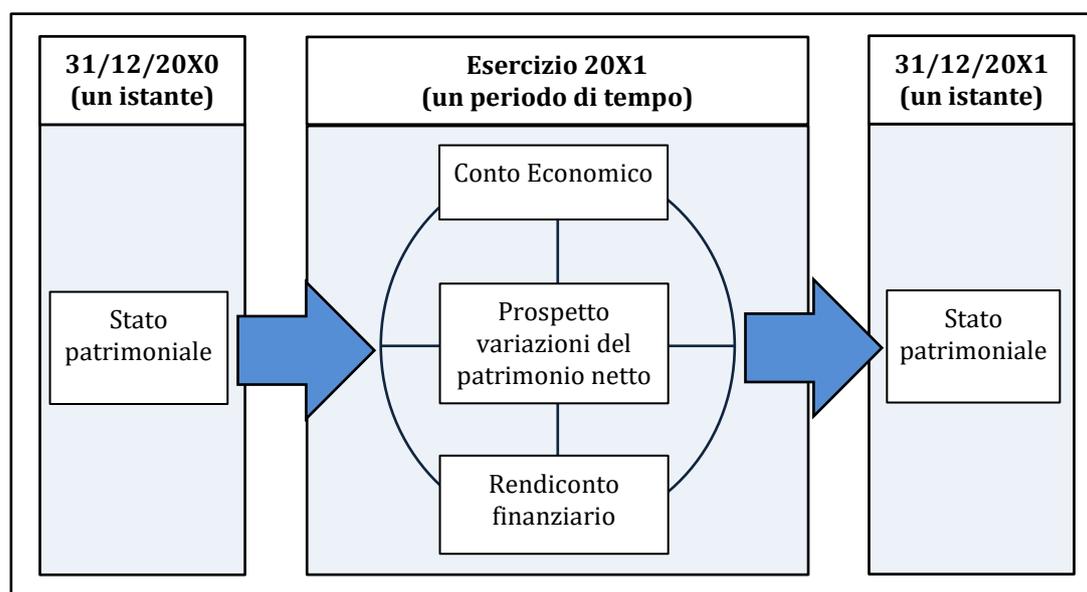
¹⁴ *Idem*, p. 30-31, p. 36.

¹⁵ *Idem*, p. 28-29.

documenti di cui si compone il bilancio permette di rappresentare nello Stato patrimoniale le grandezze patrimoniali e finanziarie in modalità di stato, mentre le variazioni da uno stato ad un altro per effetto delle operazioni di gestione, sono spiegate dagli altri documenti (Figura 3.4):

- il Conto economico mostra attraverso la formazione e articolazione del risultato economico d'esercizio, i flussi reddituali che hanno modificato le poste patrimoniali;
- il Prospetto delle variazioni del patrimonio netto spiega le fluttuazioni dello stesso non dovute al risultato economico (e.g. variazioni del *fair value* di derivati utilizzati a copertura dei flussi finanziari attesi, compravendita di azioni proprie, emissione di nuove azioni);
- il Rendiconto finanziario descrive l'origine dei mutamenti nella composizione delle disponibilità liquide dovute ai flussi monetari. Secondo una angolazione alternativa spiega i motivi per cui il risultato netto di esercizio non corrisponde alla variazione di cassa e banca intervenuta tra uno Stato patrimoniale ed il successivo.¹⁶

Figura 3.4 - Collegamento intertemporale fra documenti di bilancio



Fonte: Adattamento da C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr. e M.S. Oliver (2012, p. 662)

¹⁶ "The statement of cash flows explains why net income as reported on the income statement does not equal the change in the cash balance. In essence, the cash flow statement is the communicating link between the accrual-based income statement and the cash reported on the balance sheet." C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *Financial & Managerial Accounting* (3rd ed.), Prentice Hall, Upple Saddle River, 2011, p. 662.

Lo Stato patrimoniale si differenzia dagli altri schemi quantitativi che formano il fascicolo di bilancio, giacché dà conto di come gli effetti di accadimenti interni ed esterni si siano cumulati in un esercizio amministrativo ed abbiano trasformato la composizione di fonti ed impieghi, ovvero gli insiemi delle attività, passività e del patrimonio netto che formano l'identità patrimoniale (*balance sheet identity*) chiamata anche equazione di bilancio (*accounting equation*):¹⁷

$$\text{Attività} = \text{Passività} + \text{Patrimonio Netto}$$

$$(\text{Assets} = \text{Liabilities} + \text{Stockholders' Equity})$$

Questa equazione sintetizza la logica di funzionamento del sistema contabile patrimoniale utilizzato nella tradizione anglosassone, che trova però le proprie radici nell'opera di Fabio Besta. Il patrimonio netto risulta dalla differenza tra attività e passività e tramite alcuni semplici passaggi algebrici è possibile partire dalla misura sintetica del risultato economico di esercizio come differenza del valore di patrimonio netto fra due periodi amministrativi e arrivare alla sua rappresentazione come variazione del valore di attività e passività nell'esercizio:

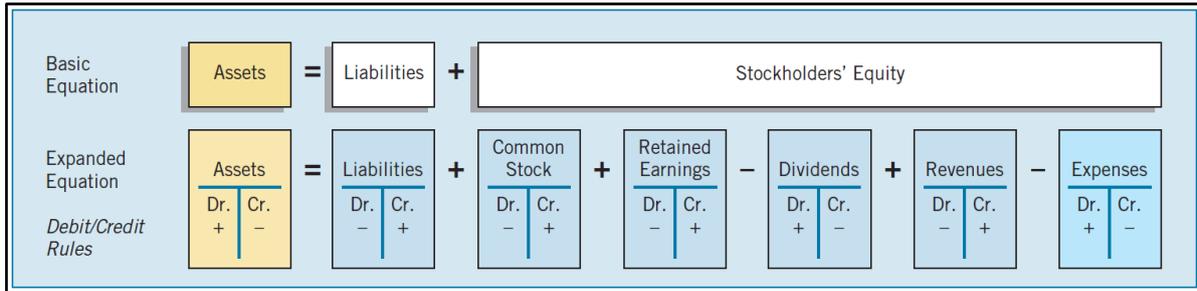
- $\text{Ris.Econ.}_{20X1} = \text{Patrimonio netto}_{20X1} - \text{Patrimonio netto}_{20X0}$
- $\text{Ris.Econ.}_{20X1} = (\text{Attività}_{20X1} - \text{Passività}_{20X1}) - (\text{Attività}_{20X0} - \text{Passività}_{20X0})$
- $\text{Ris.Econ.}_{20X1} = (\text{Attività}_{20X1} - \text{Attività}_{20X0}) - (\text{Passività}_{20X1} - \text{Passività}_{20X0})$
- $\text{Ris.Econ.}_{20X1} = \Delta \text{Attività} - \Delta \text{Passività}$

Questo calcolo del risultato economico è denominato sintetico perché non consente di apprezzare, come invece è possibile attraverso il Conto economico, quali siano le componenti reddituali analitiche che abbiano influenzato le variazioni di attività e passività, ma solo il loro effetto su queste ad un determinato momento. In esso si assume implicitamente l'assenza durante il periodo variazioni del patrimonio netto diverse dal reddito netto d'esercizio.

¹⁷ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *Corporate finance* (11th ed.), McGraw-Hill, New York, 2015, p. 20; J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate finance* (3rd ed.), Pearson, Boston, 2013, p. 25; D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *Intermediate Accounting* (15th ed.), John Wiley & Sons, Hoboken, 2013, p. 86; C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *op.cit.*, p. 11.

Una versione estesa dell'identità patrimoniale, proposta nella Figura 3.5, scinde il patrimonio netto nelle sue componenti e ne rappresenta il funzionamento contabile, dimodoché la ricchezza della società esaminata in modo statico è composta dalla somma del capitale sociale, degli utili non distribuiti e dei ricavi d'esercizio diminuita dai costi d'esercizio e dai dividendi pagati.

Figura 3.5 – Identità patrimoniale espansa ed effetti contabili



Fonte: D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield (2013, p. 87)

Il modello di bilancio in questa forma misura il divenire della ricchezza primariamente come capitale a disposizione dell'impresa in un dato momento – le condizioni di produzione a cui si sottraggono le obbligazioni in essere – e come variazione intervenuta al suo interno a seguito delle componenti reddituali e delle fluttuazioni interne al patrimonio netto: capitale sociale (versamenti e prelievi), riserve e dividendi. Tale prospettiva d'indagine della situazione finanziaria statica (*financial position*)¹⁸ sarà utile in sede di analisi delle variazioni patrimoniali allo scopo di ricavare i flussi finanziari corrispondenti.

Lo Stato patrimoniale ha la natura di rappresentazione collocata storicamente dell'assetto operativo dell'azienda; pertanto si presta all'adozione di criteri finanziari per la sua riclassificazione mantenendo la forma espositiva a sezioni divise e contrapposte utilizzata dal Codice civile. La logica sottostante, comune alle diverse varianti di reinterpretazione in chiave finanziaria presenti in letteratura, considera le condizioni

¹⁸ Il documento di bilancio che rappresenta la situazione patrimoniale in inglese si traduce con le locuzioni "Balance sheet" oppure "Statement of financial position". Difatti, al par. 7 dello IAS 1 *Presentation of financial statements*, si espone così lo scopo generale del bilancio: "Financial statements are a structured representation of the financial position and financial performance of an entity. The objective of general purpose financial statements is to provide information about the financial position, financial performance and cash flows of an entity [...]" (consultato il 27 dicembre 2017 su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32008R1126>).

patrimoniali positive di pertinenza dell'azienda come ammontari di risorse reperite a varie condizioni e transitoriamente impiegate in modalità necessarie al perdurare delle combinazioni di produzione e consumo. Il loro insieme – il «totale impieghi»¹⁹ – raccoglie quindi l'insieme degli investimenti attivati e sarà contrapposto alle condizioni patrimoniali negative – il «totale fonti» – che mostrano in quali modi sono stati reperite le risorse investite. Come già anticipato nel primo capitolo, il vantaggio di un bene è collegato alla sua disponibilità temporale, ragion per cui la prospettiva finanziaria richiede la scomposizione delle voci di bilancio secondo la loro liquidità o realizzabilità per gli impieghi, e secondo la loro scadenza o esigibilità per le fonti, piuttosto che distinguerle come impone il Codice secondo la destinazione degli impieghi e la provenienza delle fonti.²⁰ Per lo stesso motivo si utilizza con maggiore frequenza una loro disposizione in ordine decrescente di liquidità e scadenza.

Le poste iscritte in Stato patrimoniale sono valutate ad un determinato istante per cui la prima considerazione utile da ricavare proviene dalla suddivisione della sezione Attivo in ragione del periodo in cui si prevede tali poste ritorneranno nuovamente mezzi monetari, ossia secondo il tempo in cui completeranno il loro apporto al circuito gestionale²¹ per ritornare nella forma di potere d'acquisto fungibile ed essere impiegate in nuovi cicli. Data la cadenza annuale del consuntivo, appare opportuno scegliere l'anno solare – ovvero l'esercizio successivo – come discriminare fra il breve e il medio-lungo termine: tale è anche il termine convenzionalmente adottato. D'altronde, l'analista sarà interessato prima di tutto a scindere la parte degli impegni che tornerà liquida entro la redazione del prossimo consuntivo dalla parte rimanente che ci si attende ragionevolmente di ritrovare impiegata anche nel prossimo Stato patrimoniale. Le attività che si tramuteranno in entrate future prima del prossimo rendiconto, direttamente attraverso gli incassi monetari o indirettamente attraverso il loro impiego nel processo produttivo, formeranno la macroclasse dell'attivo corrente²² altrimenti saranno incluse

¹⁹ Il totale impieghi assume talora denominazioni quali "capitale investito" o "attivo netto". Si è scelta questa denominazione per la maggiore connotazione finanziaria e per distinzione da denominazioni analoghe presenti in altri criteri riclassificatori mostrati in seguito.

²⁰ Cfr. U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 23-28, p. 37-55 e p. 236-246; M.S. Avi, *op.cit.*, p. 86-89; M. Dalocchio, A. Salvi, *op.cit.*, p. 61-64.

²¹ Vedi *supra* Figura 1.6.

²² L'uso del termine «corrente» come sostituto della locuzione «a breve termine» si deve al duplice significato, presente anche nell'inglese *current*, che il lemma possiede: attuale, imminente oppure circolante, che fluisce, che scorre. In questo elaborato il suo utilizzo sarà strettamente quello di succedaneo

nell'attivo immobilizzato (o fisso). Alcune poste saranno naturalmente connesse per loro natura all'attivo corrente come le disponibilità liquide, i titoli ed i crediti scadenti entro 12 mesi dalla data del bilancio. Negli altri casi possono venire in ausilio i criteri stabiliti dagli standard internazionali IAS/IFRS per considerare un'attività corrente o meno. Lo IAS 1 *Presentation of Financial Statements*, considera corrente un'attività se:²³

- a) si suppone l'impresa realizzi l'attività, oppure la possieda per la vendita o il consumo, nel normale svolgimento del suo ciclo operativo;
- b) la possiede principalmente con la finalità di negoziarla;
- c) si suppone realizzi l'attività entro dodici mesi dalla data di chiusura dell'esercizio;
- d) l'attività è costituita da disponibilità liquide o mezzi equivalenti (cioè investimenti finanziari con durata alla data di acquisizione minore o uguale ai tre mesi) a meno che non sia vietato scambiarla o utilizzarla per estinguere una passività per almeno dodici mesi dalla data di chiusura dell'esercizio.

Tali indicazioni miscelano criteri legati alla natura dell'attività, la destinazione iniziale alla vendita decisa dal management,²⁴ il tempo fisico ed il periodo gestionale (i.e. ciclo produttivo normale).²⁵ Apportando alcuni correttivi, è possibile costruire in Tabella 3.6 una riclassificazione con criterio finanziario degli impieghi di Stato patrimoniale a partire dalla configurazione civilistica, sulla scorta delle informazioni tipicamente disponibili all'analista esterno. Le sigle poste fra parentesi quadre nella sezione destra indicano la collocazione delle poste all'interno dello schema *ex art. 2424 c.c.*

Si possono notare quattro raggruppamenti dell'attivo corrente (liquidità immediate, attività finanziarie a breve, crediti a breve e rimanenze) e tre classi di attivo immobilizzato (immobilizzazioni finanziarie, materiali e immateriali). Le rimanenze vengono per convenzione ricomprese *in toto* all'interno dell'attivo circolante, nonostante anche l'impresa dotata del più puntuale sistema di gestione *just in time* della propria catena di fornitura sperimenti scorte di magazzino che rimangono impiegate per periodi superiori all'anno. Escludendo la situazione di un analista interno assistito da un sistema di logistica

della locuzione «a breve termine», ovvero scadente entro l'esercizio successivo.

²³ IAS 1, *Presentation of Financial Statements*, par. 66 (aggiornato al Regolamento (UE) 2017/1986 della Commissione del 31 ottobre 2017 e disponibile presso http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias1.htm).

²⁴ P. Mella, *op.cit.*, p. 74.

²⁵ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 39.

di magazzino automatizzato ed oltremodo efficace (e.g. sistemi di tracciatura in radiofrequenza RFID con movimentazioni e inventari in tempo reale) e data l'assenza di informazioni dettagliate costose da reperire anche in termini di tempo, la soluzione adottata appare la più agevole da implementare.

**Tabella 3.6 - Riclassificazione impieghi di Stato patrimoniale civilistico
condotta da un analista esterno secondo criterio finanziario**

	RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA	CORRISPONDENZA CON ART. 2424 C.C.
	Cassa Banche c/c attivi Assegni	[C.IV] Disponibilità liquide (tutte le voci)
A)	Liquidità immediate	
	Titoli correnti Partecipazioni correnti	[C.III] Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni
B)	Attività finanziarie a breve	
	Crediti verso clienti (al netto del fondo svalutazione) per la sola quota a breve Crediti diversi a breve termine Ratei e risconti attivi (a breve)	[A] Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (parte già richiamata e quota a breve della parte non richiamata) [B.III.2] Crediti (tutte le voci) esclusi gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo [C.II] Crediti (tutte le voci) esclusi gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo [D] Ratei e risconti attivi (esclusa la parte pluriennale)
C)	Crediti a breve	
	Rimanenze di materie prime Rimanenze di prodotti in corso di lavorazione Rimanenze di prodotti finiti	[C.I] Rimanenze (tutte le voci)
D)	Rimanenze	
E)	ATTIVO CORRENTE (= A+B+C+D)	
	Titoli immobilizzati Partecipazioni immobilizzate Crediti (compresi quelli verso clienti) a lungo termine	[A] Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (quota a lungo della parte non richiamata) [B.III.1] Partecipazioni [B.III.2] Crediti (tutte le voci) solo importi esigibili oltre l'esercizio successivo [B.III.3] Altri titoli [B.III.4] Strumenti finanziari derivati attivi [C.II] Crediti (tutte le voci) solo importi esigibili oltre l'esercizio successivo
F)	Immobilizzazioni finanziarie	
	Terreni e fabbricati (al netto del fondo ammortamento) Impianti e macchinari (al netto del fondo ammortamento) Mobili e arredi (al netto del fondo ammortamento) Altre immobilizzazioni materiali nette	[B.II] Immobilizzazioni materiali (tutte le voci)
G)	Immobilizzazioni materiali	
	Marchi (al netto del fondo ammortamento) Brevetti (al netto del fondo ammortamento) Altre immobilizzazioni immateriali nette Ratei e risconti attivi (quota a lungo)	[B.I] Immobilizzazioni immateriali (tutte le voci) [D] Ratei e risconti attivi (quota pluriennale)
H)	Immobilizzazioni immateriali	
I)	ATTIVO IMMOBILIZZATO (= F+G+H)	
	TOTALE IMPIEGHI (= E+I)	

Fonte: Elaborazione da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 40 e 241)

I crediti verso clienti possono essere suddivisi, grazie alla separata indicazione presente nello schema del Codice, fra quote scadenti entro oppure oltre l'esercizio successivo. I ratei e risconti attivi sono ricompresi fra i crediti se correnti e fra le immobilizzazioni immateriali per la parte oltre l'esercizio successivo. Le immobilizzazioni finanziarie non sono sovrapponibili all'omonima classe presente all'art. 2424 c.c.: al loro interno comprendono anche i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti per la parte non richiamata e non scadente a breve termine, in aggiunta a quei crediti dell'attivo circolante con scadenze oltre l'esercizio successivo. Ogni posta dell'attivo viene esposta al netto di eventuali fondi di rettifica, i quali rappresentano la parte che non si tramuterà in liquidità nel futuro (e.g. svalutazione crediti) o la parte già monetizzata in passato attraverso la gestione (e.g. ammortamento). Un'applicazione più rigorosa del principio finanziario porterebbe a considerare le future quote di ammortamento all'interno dell'attivo corrente ma in genere tale informazione non è disponibile nei bilanci depositati, per cui l'analista esterno dovrebbe inserire un'ulteriore elemento congetturato all'interno dell'impianto riclassificatorio.²⁶

Si ricorda come, a seguito dell'applicazione della riforma *ex* D.Lgs. 139/2015, gli strumenti finanziari derivati attivi sono ora esposti in bilancio. Essi confluiranno fra le attività finanziarie a breve o fra le immobilizzazioni finanziarie secondo la stima dei flussi monetari futuri e delle epoche in cui si realizzano. Qualora non fosse possibile stimare le entrate a breve termine, la soluzione più prudentiale di classificarli totalmente nell'attivo immobilizzato appare la più opportuna.

Passando alla sezione del passivo e netto, in essa si riportano le consistenze delle fonti finanziarie. Assumendo, in coerenza con le attività, il grado di esigibilità decrescente delle fonti come principio ordinatore delle poste passive e l'esercizio come discriminante fra breve e medio-lungo termine le passività verranno suddivise anch'esse in: passivo a breve termine ovvero corrente e il passivo a lungo termine ovvero consolidato, la cui somma darà il capitale di provenienza esterna (i.e. i mezzi di terzi). A questo si accosterà il patrimonio netto, il fondo di ricchezza computato come differenza fra il totale degli impieghi ed i mezzi di terzi. Esso non si sostanzia in alcuna specifica porzione dell'attivo impiegato ma ne rappresenta la parte libera da obbligazioni verso terzi. I soci possono

²⁶ M.S. Avi, *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, Il Sole24Ore, Milano, 2007, p. 55.

disporre di tale forma di ricchezza nei limiti della normativa che ne consente la liquidazione totale solo in caso di termine del contratto di società e in seguito alla completa soddisfazione dei debiti contratti. Pertanto è da considerare una fonte di lungo termine – o più propriamente di termine indefinito – secondo l’approccio finanziario. Utilizzando in modo simmetrico i criteri IAS/IFRS previsti per le attività si propone di seguito la riclassificazione del passivo e netto del bilancio civilistico in Tabella 3.7. Le sigle poste fra parentesi quadre nella sezione destra indicano la collocazione delle poste all’interno dello schema *ex art. 2424 c.c.*

**Tabella 3.7 – Riclassificazione fonti di Stato patrimoniale civilistico
condotta da un analista esterno secondo criterio finanziario**

	RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA	CORRISPONDENZA CON ART. 2424 C.C.
	Debiti verso fornitori (quota a breve) Debiti verso banche a breve termine Debiti tributari Debiti diversi a breve termine Fondo garanzia prodotti (quota a breve) Trattamento fine rapporto (quota a breve) Mutui passivi (quota a breve) Ratei e risconti passivi (quota a breve)	[B] Fondi per rischi e oneri (tutte le voci) solo per le quote a breve [C] Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato (quota a breve) [D] Debiti (tutte le voci) solo per gli importi esigibili entro l’esercizio successivo [E] Ratei e risconti passivi (esclusa quota pluriennale)
A)	PASSIVO CORRENTE	
	Debiti verso fornitori (quota a lungo termine) Mutui passivi (quota a lungo termine) Trattamento fine rapporto (quota a lungo termine) Fondo imposte Fondo garanzia prodotti (quota a lungo termine) Ratei e risconti passivi (quota a lungo termine) Altri debiti a lungo termine	[B] Fondi per rischi e oneri (tutte le voci) escluse le quote a breve [C] Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato (quota a lungo termine) [D] Debiti (tutte le voci) esclusi gli importi esigibili entro l’esercizio successivo [E] Ratei e risconti passivi (quota pluriennale)
B)	PASSIVO CONSOLIDATO	
C)	MEZZI DI TERZI (= A+B)	
	Capitale sociale Riserve Utili (o perdite) di esercizi precedenti Utile (o perdita) d’esercizio	[A] Patrimonio netto (tutte le voci)
D)	PATRIMONIO NETTO	
	TOTALE FONTI (= C+D)	

Fonte: Elaborazione da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 40 e 241)

I debiti verso fornitori, così come tutti le altre tipologie presenti nella classe D) Debiti, possono essere suddivisi in quote a breve e a medio-lungo termine grazie all’indicazione separata specificamente richiesta dalla norma. Per quanto riguarda i fondi rischi e oneri, il trattamento di fine rapporto ed i ratei e risconti passivi, l’analista esterno dovrà ricercare informazioni utili alla loro riclassificazione finanziaria all’interno della Nota integrativa o della Relazione sulla gestione, qualora siano presenti, oppure adottare

necessariamente alcune ipotesi che diminuiscano al minimo la magnitudo dell'errore – comunque ineliminabile in assoluto – presente nel calcolo degli aggregati. La lontananza da una riclassificazione ideale sarà inevitabilmente più elevata per le imprese che non redigono il bilancio in forma ordinaria²⁷ a causa della composizione stringata del fascicolo di bilancio e della quantità drasticamente ridotta di informazioni fornite. Tali lacune comporteranno successivamente difficoltà di calcolo degli indicatori utili all'apprezzamento dell'equilibrio finanziario strutturale. Alcune presunzioni adottate in un'ottica prudenziale potranno essere le seguenti:²⁸

- la parte non richiamata dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, si assume a lungo termine (con un'alternativa che verrà evidenziata di seguito);
- i fondi per rischi e oneri si assumeranno a breve termine, purché la loro natura non porti a presumerne una più lenta trasformazione in uscite monetarie (e.g. il fondo imposte e i fondi per trattamento di quiescenza);
- il trattamento di fine rapporto si assume a lungo termine;
- i ratei e risconti, se non specificato altrimenti, si assumono di breve termine.

Si comprende come la mancanza di vitali informazioni, appannaggio unicamente dell'analista interno, minano il rigore dell'appellativo «finanziario» associato alla suesposta riclassificazione di Stato patrimoniale. Ciononostante, non vi sono alternative plausibili qualora il redattore del bilancio non integri le informazioni obbligatoriamente richieste dalla norma con indicazioni utili all'attività di analisi. L'analista interno, al contrario, può contare sul massimo dettaglio possibile con riferimento ai dati necessari per la realizzazione di una riclassificazione finanziaria strumentale agli scopi di apprezzamento della gestione. Assumendo un'adeguata comprensione dell'importanza dell'attività di riclassificazione per l'analisi di bilancio e il conseguente investimento in termini di tempo e priorità da parte della struttura organizzativa, costui avrà a disposizione le informazioni particolareggiate provenienti dalle aree organizzative e l'interpretazione autentica degli amministratori in merito ad alcune poste contraddistinte da ambiguità nella riclassificazione e quindi potrà apportare alla preparazione dello schema le rettifiche in modo più efficace. A titolo di esempio, il mutato trattamento delle

²⁷ Vedi *supra* par. 2.1.

²⁸ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 242.

azioni proprie definito dal D.Lgs. 139/2015 conduce ad una loro automatica detrazione del patrimonio netto. Qualora esistesse la volontà di alienarne entro breve una quota ritenuta eccedente rispetto agli scopi previsti, si ritiene congruo imputare tale quota alle attività finanziarie correnti. L'analista interno, inoltre, disporrà per l'attività riclassificatoria delle risultanze della CoGe e così non dovrà correggere l'impostazione mista funzionale-finanziaria del bilancio civilistico ma predisporrà l'attività di classificazione delle poste *ab origine* indirizzandola al risultato prescelto e intervenendo sulle singole voci contabili di sintesi valutate ed integrate in sede di chiusura dei conti.

Una riclassificazione gestionale dello Stato patrimoniale, come quella in uso all'interno del Sistema Informativo Integrato (d'ora in poi SII) richiamato succintamente in precedenza, sarà caratterizzata da complessità e analiticità più accentuate; caratteristiche che è possibile apprezzare in Tabella 3.8.

Tabella 3.8 –Stato patrimoniale riclassificato secondo il Sistema Informativo Integrato

ATTIVO	31/12/N	PASSIVO	31/12/N
ATTIVO A BREVE TERMINE		PASSIVO A BREVE TERMINE	
1. Liquidità immediate		1. Passivo a breve finanziario	
2. Liquidità differite <ul style="list-style-type: none"> • Liq.diff. commerciali • Liq.diff. finanziarie • Liq.diff. tributarie • Liq.diff. non caratteristiche 		2. Passivo a breve tributario	
3. Disponibilità		3. Passivo a breve non finanziario	
4. Attivo a breve patrimoniale			
5. Anticipi a fornitori di scorte e di servizi			
ATTIVO A LUNGO TERMINE		PASSIVO A LUNGO TERMINE	
1. Attivo a lungo materiale		1. Passivo a lungo finanziario	
2. Attivo a lungo immateriale		2. Passivo a lungo tributario	
3. Attivo a lungo creditizio <ul style="list-style-type: none"> • Att. l/t cred. commerciale • Att. l/t cred. finanziario • Att. l/t cred. tributario • Att. l/t cred. non caratteristico 		3. Passivo a lungo non finanziario	
4. Attivo a lungo patrimoniale		PATRIMONIO NETTO	
Voci a sé stanti Dare		Voci a sé stanti Avere	
CAPITALE INVESTITO		TOTALE A PAREGGIO	

Fonte: Adattamento da M.S. Avi (2017, p. 36)

Le differenze rispetto agli schemi presentati in precedenza sono molteplici in entrambe le sezioni. I fattori comuni rimangono la considerazione del criterio finanziario per la costruzione delle classi, la partizione fra breve e medio-lungo termine, l'esercizio

amministrativo come soglia primaria di suddivisione di ogni sezione e il patrimonio netto come fondo di ricchezza differenziale. Si nota al passivo una suddivisione di ogni macroclasse temporale rispetto alla natura delle passività: finanziarie, tributarie (comprese le passività previdenziali e assistenziali) e le residuali non finanziarie tra cui spiccano i debiti di regolamento. La sezione dell'attivo risalta per un numero di ragioni più ampio e come la sezione opposta viene frazionato secondo una gerarchia di criteri: prima una distinzione in base al tempo di conversione in entrata futura, in un secondo tempo una sottodistinzione in base alla natura della posta.²⁹ Nell'attivo a breve termine si avranno pertanto innanzitutto le Liquidità immediate che rimangono immutate. I crediti a breve confluiscono nelle Liquidità differite, al cui interno si suddividono in quattro sottoclassi:

- commerciali, che accolgono i crediti di regolamento a breve derivanti dall'attività caratteristica dell'impresa, rettificati dal fondo svalutazione crediti per la quota di loro competenza;
- finanziarie, che contemplano i crediti di finanziamento;
- tributarie, che contengono i crediti derivanti da rapporti con l'Amministrazione Finanziaria e gli enti previdenziali ed assistenziali;
- non caratteristiche per definizione. Questa microclasse abbraccia in modo residuale tutti i crediti non ricompresi nelle precedenti, ovvero i crediti di regolamento non scaturenti dall'attività tipica d'impresa. Vi sono ricompresi i crediti derivanti dalla vendita dei fattori a fecondità ripetuta che formano l'assetto tecnico dell'impresa e non sono dei prodotti della combinazione produttiva.

Dato il carattere d'integrazione del SII la distinzione dei crediti è in ragione della suddivisione dell'attività economica in aree di gestione: caratteristica, non caratteristica (in particolare la gestione patrimoniale), finanziaria e tributaria. Quest'articolazione si riproporrà nella riclassificazione del Conto economico e nell'attivo a lungo termine con riferimento alla categoria dell'Attivo a lungo creditizio. Le poste con natura analoga a quelle suesposte, ma con manifestazione monetaria nell'esercizio successivo, saranno suddivise anch'esse nelle sottocategorie commerciale, finanziaria, tributaria e non

²⁹ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 37-38.

caratteristica per definizione. Un prestito di durata triennale, concesso il 31/12, ad una controllata con pagamento totale a scadenza, sarà pertanto classificato nei primi due bilanci all'interno dell'Attivo a lungo creditizio finanziario mentre l'ultimo esercizio figurerà fra le Liquidità differite finanziarie.

L'Attivo a breve patrimoniale è composto dagli strumenti finanziari e dalle attività reali (e.g. terreni, immobili, diamanti, opere d'arte, etc.) facenti parte della gestione accessoria-patrimoniale dell'impresa, destinate ad essere vendute nell'esercizio successivo. Sono ricomprese al loro interno, ma non esauriscono la categoria, le attività finanziarie a breve: titoli, partecipazioni e strumenti finanziari derivati attivi con scadenza o alienazione prevista entro 12 mesi. Analogamente ai crediti, nel caso dovessero permanere oltre l'esercizio successivo, saranno ricompresi nell'Attivo a lungo patrimoniale.

Le Disponibilità sono assimilabili alle Rimanenze dello schema precedente così come l'Attivo a lungo materiale e immateriale sono assimilabili rispettivamente alle Immobilizzazioni materiali ed immateriali opportunamente rettificata dai relativi fondi ammortamento.

La quinta classe dell'attivo a breve è una peculiarità di questo schema e deve la sua creazione alla metodologia di riclassificazione degli acconti o anticipi pagati ai fornitori. Nel SII le somme anticipate ai fornitori sono sottoposte ad un'analisi puntuale dei contratti cui si riferiscono.³⁰ Qualora i contratti siano oggetto di dispute con il fornitore tali da portare verosimilmente ad un loro rescissione o risoluzione, si pone il problema di come considerare il credito che rileva le somme anticipate in forza di un accordo che non andrà a compimento. In tal caso, occorre ulteriormente distinguere fra accordi che prevedono il rimborso dell'acconto versato e quelli che non lo prevedono. Nel primo caso, il rimborso dell'acconto costituisce un credito generatore di un'entrata futura la quale sarà inserita fra le Liquidità differite non caratteristiche per definizione (o Attivo a lungo creditizio non caratteristico se riscuotibile oltre l'esercizio), vista l'estraneità della natura dell'entrata dall'attività tipica di impresa. Nel secondo caso, il mancato rimborso previsto, ma non ancora rilevato alla data di riferimento come sopravvenienza passiva in CoGe, comporterà l'assenza di una futura entrata monetaria relativa all'acconto versato in precedenza. Il SII costituisce all'uopo in ogni sezione una categoria di «Voci a sé stanti», separata rispetto

³⁰ *Idem*, p. 70-71.

alle attività, passività e netto. La loro funzione è duplice: evitare di aggregare valori destinati a non realizzarsi in una delle classi e sottoclassi che formano il bilancio riclassificato – guastando così la qualità delle determinazioni successive che si baseranno su tali aggregati – e permettere al tempo stesso la quadratura di Capitale investito e Totale a pareggio. Secondo la logica applicata, la posta in questione non compete né all’attivo a breve né all’attivo a lungo termine ma è comunque al momento una frazione di Capitale impiegato, seppur destinato in futuro a dissipare completamente il proprio valore.

Passando alle casistiche che prevedono un regolare svolgimento dei contratti stipulati con i fornitori, gli acconti riferiti a tali contratti subiranno una diversa suddivisione, attinente in questo caso alla destinazione della fornitura. Invero, la natura di un acconto ad un fornitore per un bene e servizio che sarà successivamente posseduto o fruito dall’impresa che redige il bilancio è alquanto peculiare se si adotta il criterio della liquidabilità come regola. Il bene o servizio, in effetti, non è stato ancora spedito o erogato. In alcuni casi il processo produttivo non è nemmeno iniziato se l’acconto è richiesto in sede di accettazione del contratto.³¹ L’acquisto non risulta compiuto e contabilmente non si può rilevare il fattore produttivo in CoGe. A questo punto si distingueranno i beni pluriennali da quelli che ricadranno, una volta ricevuti, all’interno delle Disponibilità. Questi ultimi, desumendo da quanto detto sulla natura degli acconti a fornitori, hanno un grado di liquidabilità minore rispetto alle scorte presenti, per cui è stata creata una classe apposta all’interno dell’attivo a breve che ne accoglie i valori e li distingue dalle Rimanenze dello schema precedente di Tabella 3.6, a cui invece sarebbero stati accorpati. Forzando la logica del ragionamento, nella classe Anticipi a fornitori di scorte e servizi saranno compresi per analogia anche gli acconti per servizi produttivi non ancora resi dal fornitore, nonostante la mancanza di tangibilità. Gli acconti su beni pluriennali materiali o immateriali, seguiranno invece un trattamento analogo all’analisi esterna e si classificheranno nella categoria del bene cui si riferiscono. La ragione che non si ritiene significativa una suddivisione parimenti analitica dell’attivo a lungo. L’importanza per l’equilibrio finanziario strutturale aziendale dello studio delle entrate monetarie previste entro l’esercizio successivo giustifica il sacrificio di costi e tempi da dedicare ad una

³¹ Si pensi, ad esempio, agli acconti richiesti a conferma degli ordinativi di una collezione di abbigliamento *haute couture* realizzata sulle specifiche del distributore o dettagliante, il quale ha potuto visionare il modello unicamente in fiera, in esposizione o ad una sfilata. Solo dopo la raccolta e conferma degli ordini di vendita, l’impresa di abbigliamento invierà gli ordini di tessuto e materiali necessari alla confezione.

maggior analiticità nella ripartizione dell'attivo a breve. Gli anticipi versati per l'acquisto di strumenti finanziari e attività reali facenti parte della gestione accessoria-patrimoniale dell'impresa, andranno classificati nell'Attivo a breve o lungo patrimoniale a seconda del criterio congiunto della scadenza e della destinazione alla rivendita del bene acquistato.

Gli anticipi ricevuti da clienti sono un'altra posta contabile il cui trattamento in uno Stato patrimoniale riclassificato può essere fonte di problemi di imputazione. In assenza di informazioni di dettaglio, l'analista esterno può dividere la posta del passivo D.6 acconti solamente fra importi esigibili oltre l'esercizio successivo e quelli in scadenza entro 12 mesi. Nel SII, al contrario, lo studio delle vicende riguardanti i contratti stipulati con i clienti riceve un'articolata analisi, analoga a quella degli anticipi a fornitori. Pertanto, la prima fase si traduce in una divisione fra contratti che andranno a buon fine e contratti che sono indirizzati ad una risoluzione o rescissione. A loro volta, questi ultimi si divideranno fra accordi che prevedono il rimborso dell'acconto versato e quelli che prevedono la non restituzione. Se il rimborso è previsto, questo si deve interpretare come un debito di natura commerciale visto che trova la sua origine da un'operazione di vendita e verrà incluso fra le passività (a breve o a lungo) non finanziarie. Se non sorge alcun obbligo alla restituzione la somma porterà ad una sopravvenienza attiva sotto il profilo economico che però non avrà conseguenze sulle entrate ed uscite monetarie, quindi costituirà una Voce a sé stante da riportare tra le fonti al passivo ma in maniera separata dai mezzi di terzi e dal patrimonio netto. Il loro importo totale non dovrebbe normalmente incidere in maniera rilevante sul Totale a pareggio di Tabella 3.8, però contribuisce come già ricordato a garantirne la quadratura col Capitale investito.

Gli anticipi ricevuti su contratti che andranno a buon fine subiranno anch'essi una scissione che dipenderà in questo caso dal requisito della materialità o meno dell'output della produzione, oggetto dell'attività caratteristica d'impresa. Se il cliente ha versato un acconto inerente un'ordinazione di beni prodotti o commercializzati dall'impresa, tale acconto rappresenta una sorta di prenotazione di una parte della futura produzione e darà luogo non a uscite finanziarie quanto piuttosto ad un trasferimento di beni nel futuro. Pertanto risulta logico detrarre il valore dell'acconto ricevuto al totale delle Disponibilità presenti nell'attivo, in quanto una parte di queste (seppur di diversa specie) sarà riservata al cliente che ha pagato in anticipo e diminuisce la quantità utilizzabile per ordinativi successivi. In termini finanziari, la parte delle rimanenze relativa all'acconto ha già avuto manifestazione finanziaria in anticipo per cui non porterà in futuro ad alcuna entrata di

cassa. Qualora l'output mancasse del requisito della materialità l'acconto non farebbe comunque sorgere nei confronti della società un obbligo a pagare somme monetarie in futuro, eliminando la possibilità di riclassificarlo fra le categorie del passivo a breve o a lungo termine. L'unica modalità di trattamento rimanente è inserire la somma fra le Voci a sé stanti in Avere. Il difetto di materialità si può riscontrare in due situazioni:

- l'acconto si riferisce a contratti di fornitura di servizi;
- l'acconto è di ammontare superiore al totale delle Disponibilità.

Nel secondo caso, piuttosto remoto ma da non escludere soprattutto per imprese giovani e con tassi di crescita elevati, la parte che eccede le disponibilità presenti alla data di redazione del bilancio formerà anch'essa una Voce a sé stante da iscrivere tra le fonti.³²

Il SII rimane per le caratteristiche proprie nell'alveo delle riclassificazioni finanziarie a liquidità/esigibilità decrescente. Tuttavia anche in questo schema l'analista apporta alcuni correttivi che tali da renderlo "spurio" ma più consono alle analisi successive. Il trattamento della voce A. Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti si discosta da una visione puramente finanziaria che ne farebbe prevalere la forma giuridica di credito nei confronti dei soci per la parte di capitale sociale sottoscritto, in sede di costituzione o di aumento, ma non ancora versato. Appaiono in tale prospettiva ineccepibili le collocazioni della posta nella Tabella 3.6 all'interno dei crediti a breve o delle immobilizzazioni finanziarie differenziando i decimi già richiamati da quelli che non lo sono. La situazione finanziaria strutturale viene così tratteggiata in modo impeccabile e di conseguenza tutte le determinazioni quantitative ed i rapporti strutturali fra i vari aggregati riclassificati.

Il punto debole di questa applicazione sta nel ruolo che la *ratio analysis* acquista nell'indagine della redditività della gestione aziendale. Come si dirà anche in seguito, un indice costituito da un rapporto necessita di una connessione logica fra gli elementi posti al numeratore e al denominatore, per esplicitare la sua funzione informativa e di analisi. Il Mella nell'introdurre la nozione di sistema efficiente definisce "un sistema di trasformazioni è efficiente se opera per massimizzare il rapporto (o la differenza) tra gli

³² M.S. Avi, *op.cit.*, p. 46-48.

output e gli input".³³ Mettere in rapporto un risultato economico periodale con il capitale da cui è stato ottenuto, come nei casi del *Return on Equity* (ROE) o del *Return on Asset* (ROA), significherebbe nel caso in esame calcolare un indice di efficienza di una trasformazione economico-finanziaria nel quale i mezzi formalmente previsti al denominatore non sono sostanzialmente presenti, né hanno contribuito alla realizzazione dell'output. Si otterrebbe una misurazione sistematicamente distorta per difetto con ripercussioni su gli altri quozienti collegati. Gli equilibri finanziari strutturale e dinamico si studiano utilizzando diversi strumenti analitici: riclassificazioni, calcolo di margini e quozienti nonché segnatamente attraverso il calcolo dei flussi per l'esame della dinamica finanziaria. L'equilibrio economico, d'altra parte, ha soprattutto nell'analisi tramite i quozienti in aggiunta alle riclassificazioni del Conto economico, il suo strumento d'elezione per la ricerca delle determinanti della profittabilità. A ciò si aggiunga il fatto che i rapporti della società con i propri soci, pur nel rispetto delle norme prescritte dall'ordinamento, sono dotati di una propria specificità rispetto a quelli degli altri stakeholder.

Il dilemma che l'analista si trova a fronteggiare è pertanto il seguente: privilegiare una descrizione della situazione finanziaria statica formalmente corretta oppure ricercare la descrizione nella sostanza più adeguata all'analisi della redditività aziendale. La soluzione si deve cercare tra gli scopi che l'analista intende perseguire. La Avi nel SII privilegia eminentemente la caratteristica dell'integrazione del sistema informativo associata alla precisione e significatività nel calcolo degli indici reddituali, ragion per cui adotta una riclassificazione dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti in detrazione del patrimonio netto, dato che essi rappresentano quella parte di capitale sociale non ancora incassata dall'impresa. Si adotta così una posizione analoga alla riclassificazione delle azioni proprie, ed agli standard internazionali che prevedono la decurtazione dal capitale sociale delle azioni non interamente liberate.³⁴ D'altro canto, qualora scopo dell'analista fosse unicamente quello della ricognizione e approfondimento della situazione finanziaria statica dell'impresa, allora i crediti verso soci possono essere considerati in quanto espressione di somme che la società ritiene di ricevere in futuro dai propri soci.

Questi sono solo alcuni esempi di quanto particolareggiata può essere la definizione

³³ P. Mella *op.cit.*, p. 59. L'indice di efficienza avrà la forma standard: $\frac{\text{output}}{\text{input}}$.

³⁴ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 40-41 e p. 67-68.

della riclassificazione delle poste patrimoniali, in particolare se condotte con il massimo corredo informativo a disposizione dell'analista. L'importanza di una loro corretta esecuzione non può mai essere enfatizzata abbastanza.

3.2.1 Grandezze notevoli: aggregati e quozienti

Il criterio finanziario di riclassificazione dello Stato patrimoniale offre una visione di come si evolverà in prospettiva la situazione statica dei valori finanziari inerenti il sistema dei processi in corso, facendo leva sul concetto di liquidità delle poste. Il termine liquidità talora può essere impiegato in modo fuorviante. Col medesimo sostantivo «liquidità» ci si riferisce a due diverse nozioni strettamente congiunte ma logicamente distinte.

- I. La liquidità intesa come sostanza: aggregato di disponibilità liquide. S'intende una specifica classe di condizioni produttive attive che all'interno di questo elaborato sono state definite *narrow money*, moneta in senso stretto e circolante dotato di potere d'acquisto, disponibile senza vincoli per pagare ed adempiere ad obbligazioni. In questo senso si utilizza il termine nelle espressioni "mancanza di liquidità", "crisi di liquidità" oppure "eccesso di liquidità", "impiego della liquidità".
- II. La liquidità intesa come attributo, qualità, caratteristica di una determinata attività di bilancio o dell'intero totale degli impieghi di ritornare in forma liquida ossia nello stato descritto in precedenza. È una qualità presente con diversa gradazione: può riferirsi a una singola voce contabile, o a interi complessi aziendali. Essa è altresì variabile nel tempo, risentendo del continuo mutare delle condizioni presenti nei mercati dei beni reali e degli strumenti finanziari. Il termine che sarebbe preferibile adoperare in modo da scongiurare possibili confusioni terminologiche è «liquidabilità» ossia capacità di trasformazione in liquidità: in questo senso si parla di "liquidabilità di un credito", "liquidabilità di un titolo". Purtroppo, è invalso l'utilizzo del medesimo termine in entrambi i significati.

La prima accezione di liquidità è coerente con la definizione di disponibilità liquide utilizzata nei principi contabili nazionali e costituisce il riferimento obbligato per la redazione del Rendiconto finanziario civilistico.³⁵ Alla liquidità sono state fornite

³⁵ Cfr. *supra* par. 1.2 e par. 2.4.

nondimeno altre dimensioni, secondo le diverse necessità di approfondimento che gli analisti hanno sperimentato.³⁶ Dimensioni più ampie nelle quali si arriva a comprendere i *cash equivalents*, ossia investimenti finanziari di brevissimo termine, non superiori ai 3 mesi, costituiti solitamente da strumenti finanziari a rischio minimo, valore di rimborso a termine definito e facilmente smobilizzabili senza perdite, ovvero liquidi nella seconda accezione. Gli strumenti comunemente utilizzati per quello che viene considerato un «parcheggio della liquidità» in eccesso in vista di occasioni migliori o per attendere tempistiche richieste dalla pianificazione finanziaria aziendale, sono le obbligazioni governative o aziendali dotate del massimo rating e acquistate solo se contraddistinte da brevissima durata iniziale (e.g. BOT a 3 mesi) o residua (e.g. un'obbligazione *corporate* a dieci anni comprata nell'ultimo mese dalla scadenza). Un analista che fosse in possesso del loro ammontare particolareggiato potrebbe costruire aggregati più ampi di liquidità sommandovi questi strumenti, considerato che dalla data di riferimento del consuntivo all'approvazione e pubblicazione di un bilancio d'esercizio trascorre un lasso di tempo tale da consentirne la trasformazione nuovamente in circolante. Molto raramente si può contare su informazioni di tale dettaglio. Inoltre, a rigore, un rischio minimo non corrisponde ad un rischio nullo e in un periodo di "Cigni neri" e turbolenze socioeconomiche anche strumenti finanziari percepiti come solidi e dal corso stabile possono incorrere in fluttuazioni non prevedibili del loro valore.

In aggiunta a dimensioni ampie o ristrette di liquidità si possono differenziare liquidità lorde, che tengono conto solo di poste attive, o al contrario nette intendendo con tale termine la somma algebrica delle precedenti e delle passività a vista e di brevissimo termine contratte con gli intermediari finanziari. Scoperti in conto corrente, anticipazioni e sconti s.b.f. di effetti e fatture nonché operazioni di factoring *pro solvendo* possono essere portati in riduzione dei mezzi liquidi per determinarne l'ammontare libero da vincoli a brevissimo termine. Ragionamenti che si basano sulla liquidità netta possono essere utili nella gestione dei rapporti con gli istituti di credito, ma per valutare lo stato di salute di un'impresa hanno lo svantaggio di miscelare fonti e impieghi di liquidità con caratteristiche e dinamiche fortemente eterogenee. L'esperienza proveniente dal periodo recente della Grande Recessione, ma che trova conferme anche in esperienze risalenti,³⁷

³⁶ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 97, p. 100 e p. 197.

³⁷ M. Barbato Bergamin, *Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro*

suggerisce che le aperture di credito per elasticità di cassa sono concesse e rinnovate dagli istituti bancari secondo parametri soggetti a forte variabilità ambientale: congiuntura economica settoriale, presenza di condizioni di razionamento generale del credito (*credit crunch*), irrigidimento della politica di vigilanza delle autorità regolatorie, situazione peculiare dell'istituto concedente (e.g. una banca con indici di patrimonializzazione che non superano gli *stress test*). Queste aperture di credito che ricadono tra le forme di finanziamento a breve termine ma sono per consuetudine continuamente rinnovate e la cui permanenza quindi si dilunga per periodi indeterminati possono comunque, vista la forma tecnica di concessione, riprendere a discrezione dell'istituto di credito il loro carattere formale di fondi revocabili «a vista». L'impresa potrebbe subire quindi la richiesta di un loro rientro *ad nutum*. Gli anticipi su effetti e fatture, al contrario, sono di per sé autoliquidanti qualora siano appoggiati a crediti o effetti di qualità non deteriore. Oltretutto, un'impresa ha la possibilità di intrattenere rapporti in attivo con alcuni istituti e in passivo con altri. Per tali motivi si propende per una considerazione separata delle disponibilità liquide rispetto alle passività che andrebbero gestite in quanto fonti di finanziamento e analizzate ognuna nella propria dinamica, anche contrattuale.

La seconda accezione di liquidità si rinviene nella traduzione dell'inglese "*liquidity*" e talvolta anch'essa può portare nella letteratura anglosassone a fraintendimenti con il termine e la nozione di solvibilità di un'impresa o del suo grado di flessibilità finanziaria. Nel loro manuale, Kieso, Weygandt e Warfield propongono la seguente distinzione operativa, che gli Autori riprendono dai principi contabili statunitensi in vigore all'epoca:

"Liquidity describes "the amount of time that is expected to elapse until an asset is realized or otherwise converted into cash or until a liability has to be paid". [...] Solvency refers to the ability of a company to pay its debts as they mature. [...] Liquidity and solvency affect a company's financial flexibility, which measures the "ability of an enterprise to take effective actions to alter the amounts and timing of cash flows so it can respond to unexpected needs and opportunities"³⁸

La *liquidity* qui viene intesa come periodo di tempo necessario alla conversione di un'attività in entrata monetaria e di una passività in uscita monetaria. La solvibilità è la capacità di adempiere prontamente alle scadenze delle obbligazioni contratte. La

determinazione, in V. Coda, G. Brunetti, M. Barbato Bergamin, *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, ETAS, Milano, 1974, p. 38-40.

³⁸ D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *Intermediate Accounting*, op.cit., p. 214.

flessibilità finanziaria si coniuga alle precedenti e pone l'accento sulla possibilità dell'impresa di modificare la dinamica dei propri flussi di cassa per adattare la cadenza dei pagamenti alle mutate condizioni dettate dalle perturbazioni ambientali o dovute a rischi operativi la cui data di sopravvenienza non è determinabile per loro stessa natura. Il tutto senza intaccare la propria solvibilità. Anche Horngren, Harrison e Oliver aderiscono a questa definizione quando sostengono che *"Liquidity measures how quickly and easily an account can be converted to cash, because cash is the most liquid asset"*.³⁹

Ross, Westerfield, Jaffe e Jordan ritengono anch'essi che *"Liquidity refers to the ease and quickness with which assets can be converted to cash (without significant loss in value)"* ma la qualificano in termini di facilità oltre che di velocità di smobilizzo di un asset, aggiungendo la considerazione che i costi di transazione sono da conteggiare per determinare il grado di liquidabilità di un'attività. Essi, inoltre, sanciscono la diretta relazione con la solvibilità dell'impresa nel breve termine e con le probabilità di un suo dissesto sostenendo: *"The more liquid a firm's assets, the less likely the firm is to experience problems meeting short-term obligations. Thus, the probability that a firm will avoid financial distress can be linked to the firm's liquidity"*.⁴⁰

Sul grado di liquidabilità influiranno con tutta evidenza le caratteristiche del mercato di negoziazione del bene reale o dello strumento finanziario da convertire in moneta. Riferendosi in particolare ai mercati di titoli mobiliari, Berk e DeMarzo convengono che:

*"These markets provide liquidity and determine a market price for the company's shares. An investment is said to be liquid if it is possible to sell it quickly and easily for a price very close to the price at which you could contemporaneously buy it. This liquidity is attractive to outside investors, as it provides flexibility regarding the timing and duration of their investment in the firm."*⁴¹

Al riguardo, Subramanyam e Wild accomunano liquidità e solvibilità come caratteristica di adempiere alle obbligazioni, mentre le distinguono in base all'orizzonte temporale, aggiungendo l'importanza della dimensione dinamica dei flussi monetari e dei risultati economici futuri: *"Liquidity is the ability to convert assets into cash or to obtain cash to meet short-term obligations [...] A company's short-term liquidity risk is affected by*

³⁹ C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *op.cit.*, p. 210.

⁴⁰ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 21-22.

⁴¹ J. Berk, P. DeMarzo, *op.cit.*, p. 14.

the timing of cash inflows and outflows along with its prospects for future performance". La solvibilità di un'azienda si afferma invece nel lungo andare e si relaziona maggiormente con la struttura finanziaria dell'impresa: "*Solvency refers to a company's long-run financial viability and its ability to cover long-term obligations [...] One of the most important components of solvency analysis is the composition of a company's capital structure*". Liquidabilità, solvibilità e flessibilità finanziaria sono fra loro strettamente interrelate e della massima importanza per gli stakeholder dell'impresa.⁴² L'attitudine e la velocità di adattamento della struttura finanziaria aziendale alle mutevoli opportunità e rischi ambientali, sempre più ardue da decifrare ed anticipare correttamente, ne aumentano il rilievo strategico in chiave competitiva. Dal punto di vista dell'acquirente di azioni e obbligazioni della società, il grado di rischio associato alla profittabilità dell'investimento ne viene positivamente influenzato anche in un arco di tempo medio-lungo poiché da un lato rende la società più solida e flessibile nello sviluppo del suo modello di business, dall'altro lato rende la stessa società – ed i titoli che emette – più appetibile e più contesa sul mercato garantendo relativamente maggiori dividendi o guadagni in conto capitale.

Le riclassificazioni descritte in precedenza consentono all'analista di passare alla terza fase della procedura di analisi: la costruzione di nuove informazioni per l'apprezzamento della gestione. Gli indicatori andranno scelti, costruiti e ponderati tenendo conto degli scopi che l'analisi si prefigge ed interpretati contestualizzando la situazione aziendale rispetto alla congiuntura economica ed al settore competitivo di riferimento.

L'approfondimento del grado di *liquidity* aziendale, ossia della solvibilità nel breve periodo, attraverso il bilancio d'esercizio comporta evidentemente la necessità di volgere l'attenzione alle componenti delle attività e passività di breve termine: attivo e passivo corrente. La loro differenza costituisce il capitale circolante netto (CCN):

- Margine di disponibilità o CCN = Attivo corrente – Passivo corrente

In letteratura sono presenti molti sinonimi o locuzioni alternative: capitale circolante netto finanziario, patrimonio circolante netto, margine di disponibilità, *working capital* o *net working capital*. Il segno del capitale circolante netto mostra se le entrate future previste durante l'esercizio basteranno a fornire le risorse per regolare le uscite previste

⁴² K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 527-528.

nel medesimo periodo. Non bisogna però dimenticare la staticità della situazione offerta dallo Stato patrimoniale e assumere che l'equilibrio monetario sia soddisfatto qualora il capitale circolante netto fosse positivo. Le scadenze delle obbligazioni a breve potrebbero non coincidere con le disponibilità presenti, in ogni momento, durante l'esercizio. Solamente una programmazione prudente dei flussi in entrata ed uscita, attraverso la redazione del budget di tesoreria, unita alla gestione sistematica degli scadenziari clienti e fornitori possono evitare disallineamenti temporali in corso d'esercizio.

Il capitale circolante netto offre una cifra in valore assoluto della somma algebrica di attività e passività correnti. Due imprese possono essere contraddistinte da uguali ammontari di capitale circolante netto a fronte di totali degli impieghi molto differenti. Per ovviare a tale inconveniente e determinare un indice del capitale circolante netto relativizzato si calcola il rapporto fra le due grandezze, denominato indice di disponibilità (*current ratio* o *working capital ratio*):

- $$\text{Indice di disponibilità} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

Dalla formula si evince che la positività del capitale circolante netto implica un valore dell'indice di disponibilità superiore all'unità. Un valore più alto mostrerebbe pertanto una maggiore disponibilità di mezzi per adempiere alle scadenze più pressanti, un cuscinetto più ampio per contrastare rischi di non completa realizzabilità degli attivi correnti e perciò una riserva di risorse disponibili per contrastare eventi negativi non previsti. I limiti dell'indice sono peraltro analoghi a quelli del capitale circolante netto: non fornisce informazioni sulla situazione futura della struttura a breve di impieghi e fonti, né rassicura sulla concordanza dei flussi monetari in entrata ed in uscita. A queste limitazioni se ne aggiunge una di carattere costitutivo. L'attivo corrente è formato da cinque tipologie di asset con diversa liquidabilità: liquidità immediate, attivo patrimoniale a breve (al cui interno si possono distinguere i *cash equivalents*), liquidità differite, disponibilità e anticipi a fornitori.⁴³ Sia l'attivo patrimoniale che le disponibilità richiedono di un intervento per la loro trasformazione in mezzi monetari: la conclusione

⁴³ K.R. Subramanyam, J.J. Wild. in *Financial statement analysis*, cit., p. 531-532, dividono l'attivo corrente in *Cash and Cash Equivalents*, *Marketable Securities*, *Accounts Receivable*, *Inventories* e *Prepaid Expenses*. Gli Autori considerano però opportuno non includere le *Prepaid Expenses* fra le attività correnti, data la tendenza ad inserirvi poste di dubbia liquidabilità per migliorare la percezione di solvibilità a breve.

di un ciclo di produzione e la vendita del prodotto finito oppure la negoziazione degli strumenti finanziari. La necessità di ulteriori fasi di contrattazione aggiunge un elemento d'incertezza all'ammontare ricavabile dalla loro alienazione rispetto alle liquidità differite le quali appaiono già decurtate del fondo di svalutazione crediti e attendono solo la scadenza e l'adempimento da parte del debitore.⁴⁴ L'importanza e la diffusione dell'indice di disponibilità sono da ricercare nella semplicità di costruzione e di reperimento delle informazioni necessarie al calcolo, controbilanciate dalle limitazioni che ne fanno un indicatore poco affidabile, se visto isolatamente, per valutare la solvibilità futura a breve di un'impresa. L'indice di disponibilità, deve pertanto passare il vaglio di una preventiva valutazione della qualità delle componenti dell'attivo corrente e del passivo corrente, nonché della velocità di rotazione di tali componenti durante l'esercizio.⁴⁵

Una misura della solvibilità a breve che possa affiancare l'indice di disponibilità e ovviare ad alcune sue criticità si ottiene diminuendo il capitale circolante netto della posta delle rimanenze, in quanto la sua valutazione è soggetta a maggiori soggettività rispetto alle altre componenti dell'attivo corrente e perché, come si è detto in precedenza, la sua inclusione *tout court* nell'attivo corrente non deriva da un'analisi puntuale della durata d'impiego di ciascuna tipologia di rimanenze ma è più spesso frutto di una convenzione. Otterremo in tal modo un margine di tesoreria «lordo»⁴⁶ che, seguendo la riclassificazione di Tabella 3.6, può essere esposto in diverse configurazioni equivalenti:⁴⁷

- Margine di tesoreria = CCN – Rimanenze
= (Attivo corrente – Rimanenze) – Passivo corrente
= (Disp. liq. + Att. finanziarie b/t + Crediti b/t) – Passivo corrente

Le medesime grandezze espresse in forma di rapporto formano un quoziente che s'indicherà come indice di tesoreria, per differenziarlo dalla versione presentata di seguito. Esso viene comunemente denominato *quick ratio* o *acid-test ratio* nella letteratura anglosassone,⁴⁸ per evocare la velocità di ritorno in forma liquida associata

⁴⁴ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 222.

⁴⁵ K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 531-533.

⁴⁶ P. Mella, *op.cit.*, p. 100.

⁴⁷ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 46-47.

⁴⁸ Cfr.: S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 50; J. Berk, P. DeMarzo, *op.cit.*, p. 37; D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 730; B. Elliott, J. Elliott, *Financial accounting & reporting* (14th ed.), Prentice Hall/Pearson Ed., Harlow, 2010, p. 736; C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *op.cit.*, p.

all'idea che le scorte, in caso di scarsa liquidità, potrebbero essere vendute a valori di saldo non consentendo di recuperarne l'intero valore. Si espongono due versioni dell'indice, corrispondenti alle elaborazioni del margine di tesoreria, facendo notare però come la seconda versione, per essere più fedele alla trasposizione anglosassone, non dovrebbe contenere nemmeno gli anticipi a fornitori (*Prepaid Expenses*), in quanto dotati di minor liquidità delle scorte stesse.

- $$\text{Indice di tesoreria} = \frac{\text{Attivo corrente} - \text{Rimanenze}}{\text{Passivo corrente}} = \frac{\text{Disp.liq.} + \text{Att.fin.b/t} + \text{Crediti b/t}}{\text{Passivo corrente}}$$

In caso di assenza di rimanenze, margine di disponibilità e di tesoreria coincidono così come i quozienti corrispondenti. Questa configurazione considera ancora al numeratore i titoli e partecipazioni destinate ad essere alienate che potrebbero non essere prontamente realizzabili in situazioni di carenza inaspettata di liquidità. Una versione del margine di tesoreria più prudentiale, utilizzata nel SII,⁴⁹ le esclude dal computo delle poste disponibili per la copertura dei fabbisogni finanziari di breve termine e considera solamente le disponibilità liquide e i crediti in scadenza nel corso dell'esercizio. Si ottiene così un margine di liquidità (o margine di tesoreria «netto») che al numeratore conterrà solo le poste più liquidabili che non necessitano di ulteriori azioni e sono meno soggette ad oscillazioni di valore. Seguendo l'impostazione terminologica di Tabella 3.8 si indica di seguito il margine ed il corrispondente indice:

- Margine di liquidità = (Liq. immediate + Liq. differite) – Passivo a breve termine
- $$\text{Indice di liquidità} = \frac{\text{Liquidità totali}}{\text{Passivo corrente}} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passivo corrente}}$$

In caso di assenza di Attivo a breve patrimoniale, margine di liquidità e di tesoreria e quozienti corrispondenti coincidono. Si noti come il capitale circolante netto debba essere necessariamente maggiore o uguale del margine di tesoreria e questo sia necessariamente maggiore o uguale al margine di liquidità. Pertanto anche gli indici corrispondenti, contraddistinti dallo stesso denominatore, seguono il medesimo ordinamento.

Ovviamente è possibile costruire altri quozienti che mettano in relazione diversi

734-735; K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 543.

⁴⁹ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 226.

aggregati di attività correnti con le passività correnti. È il caso dei vari *cash ratio* proposti in particolare da autori anglosassoni, che si differenziano per l'aggregato posto al numeratore. Di seguito sono riportate tre versioni tipiche disposte secondo un grado di liquidabilità decrescente dell'aggregato al numeratore: le liquidità immediate (*cash*), le disponibilità liquide equivalenti (*cash equivalents*) già viste in precedenza e le *marketable securities*. Queste ultime si compongono di strumenti finanziari che possono essere prontamente acquistati e venduti in un mercato mobiliare grazie alla presenza di un mercato secondario sviluppato.⁵⁰

- Cash ratio = $\frac{\text{Cash}}{\text{Current liabilities}}$ ⁵¹
- Cash asset ratio = $\frac{\text{Cash} + \text{Marketable securities}}{\text{Current liabilities}}$ ⁵²
- Cash to current liabilities ratio = $\frac{\text{Cash} + \text{Cash equivalents} + \text{Marketable securities}}{\text{Current liabilities}}$ ⁵³

L'interpretazione comune a tutti questi quozienti inerenti la solvibilità a breve termine recita che maggiore è il loro valore, migliore è la situazione dell'equilibrio finanziario statico relativo alla data di riferimento. Confrontando l'evoluzione temporale di questi indici si possono valutare il miglioramento o meno della capacità dell'impresa di far fronte alle obbligazioni più vicine nel tempo. Il punto debole di tali quozienti è un portato della loro provenienza: il numeratore è formato di consistenze di valori valutati alla data di riferimento che però si suppone garantiranno la soddisfazione di passività con scadenza distribuita in vari periodi dell'esercizio successivo. La stessa natura corrente delle poste a numeratore ne implica l'estrema variabilità durante l'esercizio, dovuta anche alle fluttuazioni stagionali, che non è possibile sterilizzare nemmeno tramite il ricorso nel calcolo del quoziente a valori medi retrospettivi, dato che causerebbe una incoerenza temporale ancor più accentuata. Per questi rapporti e per i seguenti è consigliabile

⁵⁰ "Marketable securities are defined as any unrestricted financial instrument that can be bought or sold on a public stock exchange or a public bond exchange. Therefore, marketable securities are classified as either a marketable equity security or a marketable debt security. Other requirements of marketable securities include having a strong secondary market that can facilitate quick buy and sell transactions, and having a secondary market that provides accurate price quotes for investors.", <https://www.investopedia.com/terms/m/marketablesecurities.asp> (consultato il 27/12/2017).

⁵¹ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 50; J. Berk, P. DeMarzo, *op.cit.*, p. 37.

⁵² R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, (10th ed.), McGraw-Hill/Irwin, New York, 2010, p. 719.

⁵³ K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 536.

piuttosto una sistematica e frequente rilevazione con analisi ed interpretazione della tendenza assunta, in modo da evitare i condizionamenti dovuti a fattori contingenti.⁵⁴

Posto che il mantenimento della solvibilità a breve termine sia un obiettivo da raggiungere con maggiore impellenza per il management, non si può d'altra parte trascurare la *solvency* aziendale, se non altro per la considerazione che un mancato equilibrio delle poste a lungo termine conduce inevitabilmente ad una loro insostenibilità futura. L'attitudine a perdurare di un'azienda porta quindi a porre attenzione anche all'equilibrio finanziario di lungo termine con la considerazione ulteriore che, per definizione, i margini temporali e il ventaglio di strumenti per la sua salvaguardia sono più ampi. Un indicatore utilizzato frequentemente per evidenziare l'equilibrio fra impieghi e fonti connessi all'economia nel medio-lungo andare è quello che considera le fonti consolidate e ne sottrae il valore dei fattori a fecondità ripetuta – esposti al netto delle quote di ammortamento maturate – avendo entrambi la caratteristica di far parte dell'assetto aziendale per periodi protratti. Lo scarto fra queste due grandezze viene denominato margine di struttura ed è possibile ritrovarne almeno due versioni. Nella versione più «ristretta» l'equilibrio finanziario viene garantito allorché il patrimonio netto eguaglia o supera l'ammontare dell'attivo immobilizzato, ovvero il rapporto fra i mezzi propri e l'attivo a lungo termine è non inferiore all'unità:

- Margine di struttura netto = Patrimonio netto – Attivo immobilizzato
- Indice di copertura dell'attivo a lungo termine netto = $\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Attivo a lungo termine}}$

Questa visione particolarmente prudentiale invita ad un livello di capitalizzazione, inteso come rapporto fra mezzi propri e totale delle fonti di finanziamento, maggiore e quindi più rassicurante verso i creditori della società. D'altra parte, dal punto di vista gestionale è stato osservato⁵⁵ che sia maggiormente indicativo dell'equilibrio a lungo termine il confronto fra tutte le fonti e tutti gli impieghi con durata superiore all'esercizio, coinvolgendo nell'apprezzamento anche le passività consolidate. Si avranno così:

- Marg. di struttura lordo = (Passivo consolidato + Patr. netto) – Attivo immobilizzato

⁵⁴ M. Barbato Bergamin, *Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione*, in V. Coda, G. Brunetti, M. Barbato Bergamin, *op.cit.*, p. 36.

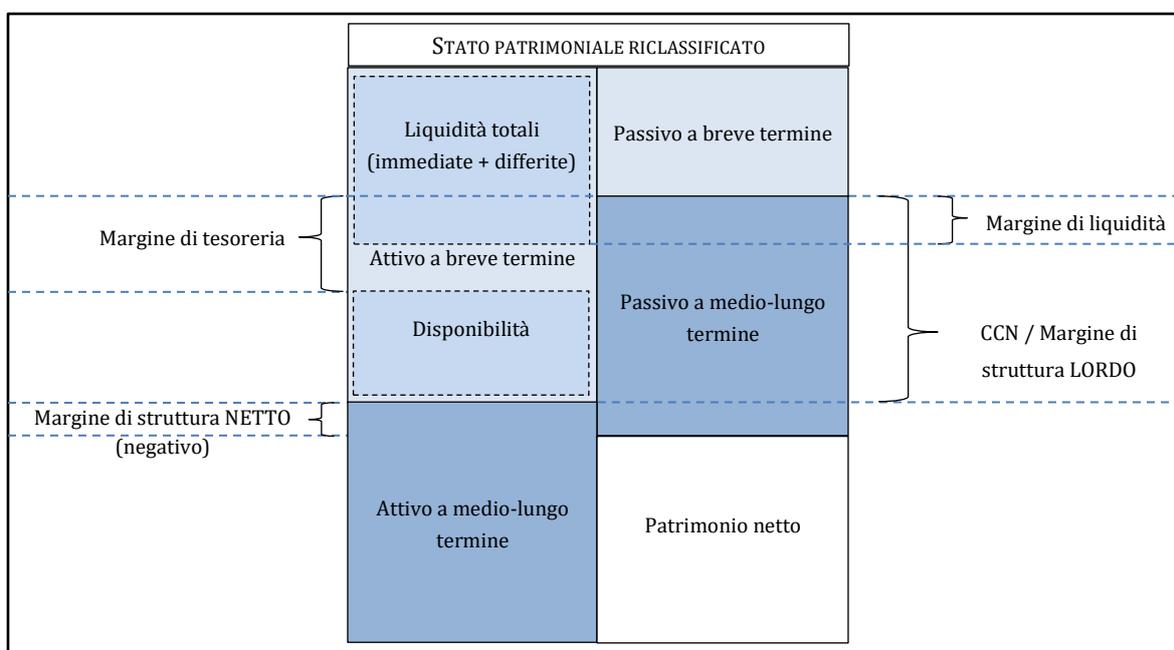
⁵⁵ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 230-235.

- Indice di copertura dell'attivo a l/t lordo = $\frac{\text{Passivo a lungo termine} + \text{Patrimonio netto}}{\text{Attivo a lungo termine}}$

In questa configurazione, l'analista include al numeratore anche mutui, finanziamenti o emissioni di prestiti obbligazionari come strumenti su cui agire per coprire i fabbisogni finanziari impiegati in fattori a fecondità ripetuta.

Utilizzando come forma rappresentativa dello Stato patrimoniale riclassificato un istogramma diviso in blocchi di base uguale e di altezza corrispondente al valore relativo dell'aggregato è possibile visualizzare graficamente i rapporti che intercorrono tra i margini inerenti la struttura patrimoniale e finanziaria di un'impresa (Figura 3.9).

Figura 3.9 - Istogramma di Stato patrimoniale riclassificato e margini relativi



Fonte: Elaborazione personale

In particolare è possibile dedurre che, in assenza di eventuali Voci a sé stanti, l'ammontare del capitale circolante netto è uguale all'ammontare del margine di struttura lordo: sono due modalità difformi di vedere lo stesso fenomeno, data la condizione di pareggio fra totale degli impieghi e delle fonti. In altri termini, il margine fra impieghi e fonti a breve termine, determina un margine di eguale misura fra impieghi e fonti a medio-lungo termine. Il giudizio sulla sufficienza o meno di tale margine passa attraverso il calcolo dei quozienti corrispondenti. Nell'esempio di Figura 3.9 si può inoltre verificare come tale situazione non porti necessariamente ad un margine di struttura netto positivo.

I rapporti che contrappongono fonti di finanziamento ed impieghi di durata maggiore sono stati denominati “quozienti di copertura”, visto che lo scopo prefisso è calcolare se e in che misura una fonte stia coprendo in un dato istante il fabbisogno dell’impiego posto al denominatore. Con questa espressione non si vuole sostenere che l’aggregato scelto finanzia unicamente o in via principale l’attività a cui viene contrapposto: le fonti di finanziamento nella loro interezza coprono tutti gli investimenti aziendali. Questi rapporti mirano a interpretare l’adeguatezza degli ammontari con scadenze simili. Per completezza, si riporta un ulteriore quoziente di questa famiglia che invece di soffermarsi sull’attivo a lungo termine indaga la copertura del magazzino, ovvero l’insieme delle disponibilità o rimanenze, da parte dell’aggregato delle fonti a medio-lungo termine (Passivo consolidato e Patrimonio netto) diminuito degli impieghi a medio-lungo termine.⁵⁶ Il numeratore sarà pertanto il margine di struttura lordo. In assenza di Voci a sé stanti, questo può essere eguale all’ammontare del capitale circolante netto.

- Quoziente di copertura del magazzino =
$$\frac{\text{Margine di struttura lordo}}{\text{Disponibilità}} = \frac{\text{CCN}}{\text{Disponibilità}}$$

Il ruolo talora ibrido delle rimanenze nell’economia dell’azienda, posto che possono essere formate da categorie di beni con velocità di impiego e di permanenza in magazzino variegata, porta tale quoziente ad essere interpretato in due modi alternativi:

- quale percentuale del valore delle scorte presenti è «finanziata» dalle fonti a lungo termine non impegnate in investimenti a lungo termine;
- se si guarda al suo reciproco (Disponibilità/CCN), quanta parte dell’attivo corrente, dopo aver adempiuto alle obbligazioni a breve termine, è impiegato in disponibilità.

Nella prima interpretazione maggiore è il suo valore e migliore è la situazione finanziaria posto che si riesca a superare l’unità, ovvero che il valore del magazzino sia minore del valore al numeratore. In questa condizione si può verificare sia in modo algebrico, sia graficamente in Figura 3.9, come per definizione anche il margine di

⁵⁶ O. Paganelli, *Valutazione delle aziende e analisi di bilancio*, UTET, Torino, 1992, p. 169.

tesoreria risulti positivo.⁵⁷ La seconda interpretazione rivolta al suo reciproco mira a valori più ridotti possibile dell'indice, compatibilmente con le esigenze di gestione delle scorte sulle quali pesano considerazioni strategiche di performance ed i conseguenti livelli di qualità e tempestività dei processi produttivi e commerciali. In questo caso si valuta positivamente un assestamento al minimo del peso relativo del valore delle rimanenze, in modo da ridurre i costi ed il fabbisogno finanziario relativi.

In merito ai valori assunti dai margini e quozienti riguardanti lo Stato patrimoniale finora presentati, si ritiene impossibile indicare a priori ed in maniera univoca dei parametri ritenuti universalmente accettati per ogni tipologia di azienda, dimensione, settore industriale di riferimento e area geografica. La varietà di soggetti e la numerosità di fattori sono troppo elevate per fornire parametri dotati di validità scientifica tale da poter essere applicati indistintamente senza una preliminare contestualizzazione dell'istituto in oggetto, della sua storia, del percorso di sviluppo che lo ha caratterizzato, degli assetti operativi nonché il dettaglio dell'ambiente competitivo e sociale in cui svolge la sua azione. Premesso questo, sia la teoria che la prassi hanno sviluppato alcune linee guida di valutazione generale delle metriche sviluppate sui bilanci aziendali. Alcune regole generali (*rule of thumb*) miscelano buon senso, esperienza professionale e conoscenza delle dinamiche aziendali più frequenti e prevedono determinati valori limite o configurazioni obiettivo da raggiungere con la gestione. Il Mella propone, per esempio, tre postulati fondamentali dell'analisi di bilancio della situazione patrimoniale.⁵⁸

Il primo postulato afferma che il margine di liquidità non dev'essere essere negativo e quindi il quoziente di liquidità superiore all'unità. Il che implica che le attività maggiormente liquide debbano essere di ammontare tale da coprire il pagamento di tutte le passività correnti. Si può concordare sull'affermazione laddove non siano presenti altre poste di attivo a breve termine, segnatamente rimanenze e attività finanziarie a breve termine che garantiscano comunque un apporto di entrate monetarie per far fronte agli impegni. In questi casi si ritiene ragionevole un indice di liquidità che non scenda sotto il

⁵⁷ Posto, infatti, $\frac{CCN}{Disponibilità} > 1$ e il valore delle disponibilità strettamente positivo, allora avremo che

$$\frac{CCN}{Disponibilità} > \frac{Disponibilità}{Disponibilità} \leftrightarrow \frac{CCN - Disponibilità}{Disponibilità} > 0 \leftrightarrow CCN - Disponibilità > 0.$$

⁵⁸ P. Mella, *op.cit.*, p. 93-96.

valore di 0,7 - 0,8. Valori troppo elevati potrebbero al contrario essere la spia di una incapacità di investimento della liquidità in eccesso, che rimane quindi infruttifera, ma questa rara circostanza nel panorama delle imprese dev'essere contestualizzata e presentarsi per più esercizi consecutivi.⁵⁹

Il secondo postulato afferma che il capitale circolante netto debba essere pari o superiore alle passività correnti e quindi l'indice di disponibilità avere un valore nell'intorno di 2. Le attività correnti dovrebbero pertanto valere almeno il doppio delle passività di uguale durata. In realtà si può affermare come questo sia un valore medio di un *range* che vede come accettabile e fisiologico un valore del *current ratio* compreso fra 1 e 3, secondo la qualità dell'aggregato al numeratore. Se l'attivo corrente è composto in buona parte da scorte e attività patrimoniali alienabili allora il parametro ritenuto opportuno si avvicina alla parte alta della forchetta di valori. In caso contrario una composizione altamente liquidabile dell'attivo a breve termine permette valori più contenuti e vicini all'unità. Il postulato si potrebbe riformulare in modo alternativo, richiamando l'indice di copertura del magazzino e sostenendo che debba essere superiore all'unità, ossia che le disponibilità debbano essere coperte da passività a lungo termine. Come rilevato per l'indice di liquidità, valori troppo elevati dell'indice di disponibilità indicano un'incapacità del management di utilizzare con efficacia l'attivo a breve termine e di ricavarne flussi reddituali soddisfacenti.⁶⁰ Questi casi si realizzano solitamente di rado nelle imprese e devono comunque essere inseriti in una valutazione di contesto: all'indomani della crisi finanziaria e del *credit crunch* generatesi dopo il fallimento di Lehman Brothers, le imprese con alti parametri di *cash ratios* e degli altri quozienti suesposti erano ambite dal mercato per l'intrinseca solidità e indipendenza dal sistema del credito che esibivano, unite alla concreta possibilità di garantire dividendi nel futuro.

Il terzo postulato sostiene che il margine di struttura netto debba essere positivo, ovvero che il patrimonio netto sia maggiore dell'attivo immobilizzato sostenendo che tale situazione sia la migliore garanzia di solvibilità tenuto conto che il patrimonio netto rimane investito per tempi indeterminati e viene aumentato, se la gestione è efficiente, dagli utili accantonati ogni esercizio. D'altra parte, in assenza di investimenti, l'attivo

⁵⁹ Cfr. M.S. Avi, *op.cit.*, p. 226-229; M. Mancin, *La valutazione della performance aziendale attraverso gli indici di bilancio*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 334-337.

⁶⁰ Cfr. K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 534-535; M.S. Avi, *op.cit.*, p. 221-225.

immobilizzato tende a decrescere ad opera delle quote di ammortamento annuali: un margine di struttura netto positivo indica quindi una situazione ideale. Il punto debole di quest'argomentazione risiede nella mancata considerazione della dinamica sia degli investimenti e disinvestimenti in attivo a lungo termine sia dei movimenti di patrimonio netto che ne diminuiscono l'ammontare. Pur delineando una situazione certamente auspicabile di coerenza statica fonti-impieghi, esso dovrebbe costituire un parametro-obiettivo a cui tendere in archi temporali più estesi e coerenti con gli impieghi in oggetto. Inoltre si dovrebbe considerare unitamente al grado di capitalizzazione dell'impresa e con riferimento al settore industriale in cui l'impresa è impegnata. I comparti industriali maggiormente *capital intensive* (e.g. chimico, siderurgico, estrazione e raffinazione petrolio, linee aeree, cantieristica navale) per definizione scontano delle dotazioni di assetti tecnico-produttivi dal valore elevato e difficili da coprire interamente con mezzi propri e per le quali si necessita l'apporto di finanziamenti esterni.

Le fonti di finanziamento provenienti da altre economie a titolo di debito sono fisiologiche in qualsiasi azienda di produzione proprio per aumentare la quantità e qualità di impieghi disponibili e strutturare il sistema di processi nella forma più consona al raggiungimento dei fini dell'impresa, nel rispetto dei principi di economicità ed autonomia. Inoltre, il finanziamento con capitali di terzi non ha solamente un impatto dal punto di vista finanziario statico ma genera dei costi relativi agli interessi da versare ai creditori e implica delle uscite future di mezzi monetari per il pagamento del servizio del debito e la restituzione delle somme prestate a vario titolo.

L'osservazione dei livelli dei debiti di un'impresa espressi all'interno degli Stati patrimoniali e della loro dinamica nel tempo è particolarmente importante per entrambe le categorie di investitori:

- i soggetti che prestano capitali e si aspettano in futuro una loro restituzione, percepiscono aumenti eccessivi del debito come aumenti del rischio associato, portando a diminuire la disponibilità ad ulteriori prestiti o richiedendo un interesse maggiore per la remunerazione del rischio accresciuto;
- i soggetti che partecipano con capitale di rischio nell'impresa, possono utilizzare mezzi monetari di origine esterna e a prevalente costo fisso per investimenti che aumentino la profittabilità del complesso aziendale. L'utilizzo della leva finanziaria (*financial leverage*) viene attuato nella speranza che il rendimento dell'investimento superi il

costo del capitale che l'investimento stesso ha richiesto, approfittando inoltre in molti casi della deducibilità fiscale degli interessi sul debito.⁶¹

I manager dell'impresa sono anch'essi interessati all'andamento del debito per ragioni di opportunità gestionale: in parte poiché condiziona la gestione della correlazione fonti-impieghi vista in precedenza ed in parte perché un elevato ammontare di debito aumenta la costante dipendenza delle decisioni di gestione inerenti il profilo economico dalle considerazioni inerenti il profilo finanziario (e.g. rinuncia ad un investimento profittevole per la indisponibilità a reperire le fonti necessarie).

La valutazione sulla congruità dell'indebitamento è pertanto complessa poiché prevede di valutare in modo dinamico il profilo finanziario in associazione al profilo economico, ovvero l'allineamento fra le fonti e gli impegni secondo la loro scadenza e lo *spread* tra il costo dell'indebitamento e il rendimento degli impieghi. A questi si aggiungono inoltre considerazioni sulla qualità dell'indebitamento, ottenibili separando i debiti finanziari – ritenuti maggiormente rischiosi – dai debiti di funzionamento.⁶²

Gli indicatori segnalati in letteratura per seguire l'evoluzione del debito sono molteplici e si possono basare anche su valutazioni di mercato degli aggregati, in particolare del capitale proprio. Concentrando l'attenzione sugli indicatori utilizzabili anche da imprese che non hanno strumenti quotati in mercati regolamentati, se ne segnalano alcuni particolarmente diffusi ed importanti per ulteriori analisi più approfondite.

I primi due quozienti fanno parte della famiglia di relazioni che rapportano le fonti ai mezzi propri dell'azienda (*debt/equity*) e si distinguono fra loro per la scelta della fonte al numeratore. In questi quozienti, espressi solitamente in valore assoluto, la logica di costruzione porta a considerare valori maggiori dell'indice come indicazione di un maggiore indebitamento relativo e pertanto *ceteris paribus* di un maggiore rischio finanziario inerente la solvibilità.

Il tasso di indebitamento (*debt-equity ratio*) è un quoziente che accoglie al numeratore il totale dei debiti verso terzi dati dalla somma del Passivo a breve termine e del Passivo a medio-lungo termine:

⁶¹ Cfr. R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, *op.cit.*, p. 716; K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 549.

⁶² M. Mancin, *ult.op.cit.*, p. 331.

- Tasso di indebitamento = $\frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Patrimonio netto}} = \frac{\text{Passivo corrente} + \text{Passivo consolidato}}{\text{Patrimonio netto}}$

L'indice di indebitamento totale (*total debt to equity capital ratio*) mette in relazione il totale degli impieghi – ovvero il totale delle fonti – con i mezzi propri dell'impresa. Si evidenzia così indirettamente il grado d'indebitamento attraverso il confronto tra patrimonio netto e il totale delle fonti di finanziamento reperite, ovvero quante volte il totale del capitale impiegato nella gestione aziendale è multiplo dei mezzi propri:

- Indice di indebitamento totale = $\frac{\text{Totale impieghi}}{\text{Patrimonio netto}} = \frac{\text{Mezzi di terzi} + \text{Patrimonio netto}}{\text{Patrimonio netto}}$

Un'altra denominazione diffusa di questo quoziente nei testi anglosassoni è quella di *Equity multiplier*, appunto per il suo utilizzo come coefficiente di leva finanziaria negli schemi moltiplicativi di scomposizione della redditività del capitale proprio.⁶³ Inoltre, dalla scissione del numeratore nelle sue componenti costitutive è possibile tracciare la relazione che lega l'indice di indebitamento totale al tasso d'indebitamento:

- Indice di indebitamento totale = $\left(1 + \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Patrimonio netto}}\right) = 1 + \text{Tasso di indebitamento}$

Questo risultato ha un interessante corollario: qualora si sostenga che il valore massimo del tasso di indebitamento compatibile con una gestione prudente sia di 3 (volte i mezzi propri), si determina facilmente in 4 (volte i mezzi propri) il valore limite massimo che può assumere l'indice di indebitamento totale prima di innalzare il grado di rischio a livelli che possono destare preoccupazione per i creditori e gli investitori attuali e potenziali.⁶⁴ Talora vengono mostrati i reciproci (*equity/debt*) di quozienti d'indebitamento appena presentati, volendo evidenziare in tal modo il grado di autonomia o indipendenza finanziaria di un'azienda rispetto alle risorse reperite o impiegate.⁶⁵

Un quoziente di diverso tipo che indica il livello generale dell'indebitamento è dato dal rapporto tra mezzi di terzi e totale delle fonti e evidenziandone la percentuale all'interno

⁶³ In particolare la cosiddetta "*Du-Pont identity*". Cfr. R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, *op.cit.*, p. 717-718; S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 58-59.

⁶⁴ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 244.

⁶⁵ O. Paganelli, *op.cit.*, p. 169.

della struttura finanziaria (*capital structure*). Utilizzato in particolare nella tradizione anglosassone può essere denominato in varie modalità: *debt ratio*, *total debt ratio*, *debt-to-capital ratio*, *debt to assets ratio*:⁶⁶

- Incidenza % debito =
$$\frac{\text{Passivo a breve term.} + \text{Passivo a lungo term.}}{\text{Capitale investito}} \times 100$$

L'incidenza del debito sul totale delle fonti d'impresa rappresenta il contraltare del livello percentuale di capitalizzazione, ossia l'incidenza percentuale del patrimonio netto sul totale fonti tale per cui – in assenza di Voci a sé stanti - la loro somma deve dare l'unità.

- Livello di capitalizzazione =
$$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale fonti}} \times 100 = (1 - \text{Incid. \% debito})$$

Questi quozienti che esprimono percentualmente il peso di una determinata posta o aggregato rispetto al totale della sezione di Stato patrimoniale cui appartengono sono chiamati rapporti di composizione, visto che espongono appunto come si compone percentualmente la struttura di ogni sezione. Ogni elemento o aggregato sarà quindi calcolato in rapporto al totale impieghi (o al totale fonti) ed espresso in termini percentuali, creando così una rappresentazione percentuale dei valori patrimoniali. L'analisi dei valori assoluti presenti in un bilancio d'esercizio può così essere accompagnata da una serie di confronti sia temporali che spaziali resi possibili solamente dalla standardizzazione e relativizzazione dei valori che consente di superare le differenze sia di ordini di grandezza fra imprese, sia di diversità di valuta utilizzata come moneta di conto per imprese appartenenti a diverse aree valutarie. Si potranno tracciare i seguenti rapporti di composizione degli impieghi e delle fonti – utilizzando la terminologia del SII – le quali si possono ulteriormente scomporre nelle loro componenti:

- Indice di elasticità dell'attivo =
$$\frac{\text{Attivo a Breve termine}}{\text{Capitale investito}}$$
 - Indice di elasticità liquida =
$$\frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Capitale investito}}$$

⁶⁶ Cfr.: S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 50; J. Berk, P. DeMarzo, *op.cit.*, p. 40; R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, *op.cit.*, p. 717; D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 787; C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *op.cit.*, p. 214; K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 553.

- $\text{Indice di elasticità delle disponibilità} = \frac{\text{Disponibilità}}{\text{Capitale investito}}$
- $\text{Indice di elasticità dell'attivo a breve patrimoniale} = \frac{\text{Attivo a breve Patrimoniale}}{\text{Capitale investito}}$
- $\text{Indice di rigidità dell'attivo} = \frac{\text{Attivo a Lungo termine}}{\text{Capitale investito}}$
 - $\text{Indice di rigidità dell'Attivo a lungo materiale} = \frac{\text{Attivo a lungo Materiale}}{\text{Capitale investito}}$
 - $\text{Indice di rigidità dell'Attivo a lungo immateriale} = \frac{\text{Attivo a lungo Immateriale}}{\text{Capitale investito}}$
 - $\text{Indice di rigidità dell'Attivo a lungo creditizio} = \frac{\text{Attivo a lungo Creditizio}}{\text{Capitale investito}}$
 - $\text{Indice di rigidità dell'Attivo a lungo patrimoniale} = \frac{\text{Attivo a lungo Patrimoniale}}{\text{Capitale investito}}$
- $\text{Indice di elasticità delle fonti} = \frac{\text{Passivo a Breve termine}}{\text{Totale passivo comprensivo di voci a sè stanti}}$
- $\text{Indice di rigidità delle fonti} = \frac{\text{Passivo a Lungo termine} + \text{Patrimonio Netto}}{\text{Totale passivo comprensivo di voci a sè stanti}}$

L'utilizzo del termine elasticità riferito alle percentuali delle poste a breve termine e rigidità per le poste di medio-lungo termine si deve al significato strategico e gestionale che questi indici possono rappresentare. L'essere dotati di una struttura degli impieghi elastica significa avere una relativa minor quantità di fattori pluriennali innestati nell'assetto tecnico dell'azienda. Dal punto di vista strategico, organizzativo ed operativo ciò consente un ventaglio di opzioni più ampio nei casi di forte turbolenza e cambiamenti negativi inaspettati delle condizioni economiche ambientali, quali ad esempio una diminuzione della domanda di mercato, l'entrata di nuovi attori nell'arena competitiva o la subitanea obsolescenza di una linea produttiva che ne determini la chiusura. Se la domanda non si rivela quella prevista, l'investimento dedicato in una produzione altamente specializzata diventata obsoleta e non vi sono possibilità di riconversione, quel fattore pluriennale si trasformerà con facilità in un costo sommerso irrecuperabile. Questo tipo di considerazioni, come si può intuire, coinvolgono non solo le metriche appena esposte sulla composizione della struttura degli impieghi e delle fonti, ma si affiancano a considerazioni sulla redditività delle varie aree d'affari dell'impresa e agli obiettivi di lungo termine esplicitati dai processi di pianificazione strategica.

Gli analisti si appoggeranno su questi rapporti di composizione per confrontare

imprese dello stesso raggruppamento competitivo e generare valutazioni qualitative sui punti di forza e debolezza dell'impresa. Inoltre è possibile sviluppare giudizi sulla congruenza temporale fra impieghi e fonti anche usando la forma percentuale.⁶⁷

La preparazione di Stati patrimoniali in forma percentuale rispetto ad una base data è denominata anche *percentage analysis* e consente l'apprezzamento del peso delle varie componenti dello Stato patrimoniale senza l'influenza dell'ordine di grandezza assoluto. Questa proprietà permette di confronti cosiddetti orizzontali o verticali. Gli indici di composizione (elasticità e rigidità) prima presentati sono un esempio di *vertical* o *common-size analysis* poiché riducono tutte le poste e gli aggregati ad un fattore comune enfatizzando la lettura dei dati in senso verticale. Le *horizontal* o *comparative analysis*, invece, mostrano serie di dati di bilancio o indicatori scelti in più periodi di tempo – e quindi da leggere nel senso delle righe – allo scopo di carpire gli andamenti evolutivi delle grandezze osservate (e.g. variazione delle percentuali delle Liquidità differite).⁶⁸ Queste ultime, pur possedendo lo scopo comune di mostrare i cambiamenti occorsi in un periodo, si possono ulteriormente dividere in due tipologie di rappresentazione:

- variazioni anno per anno (*year-to-year change analysis*), le quali mirano ad esibire i cambiamenti intervenuti da un esercizio all'altro sia in forma assoluta che in forma percentuale e si applicano ad un ristretto numero di bilanci, generalmente non più di tre. Malgrado la loro semplicità di costruzione possono celare alcune insidie interpretative. Qualora le basi di partenza siano valori assoluti esigui si possono determinare variazioni relative abnormi. In caso di passaggio da un valore positivo ad uno negativo (e viceversa) la fluttuazione non è leggibile. Ancora qualora si passi da un valore positivo a un valore nullo la variazione conseguente sarebbe in ogni caso del 100%. In Figura 3.10 si mostrano esempi di queste casistiche in cui le percentuali rilevate vanno interpretate con accortezza e affiancate dai valori assoluti per evitare giudizi economici inconsistenti.
- Le analisi di trend (*Index-number trend analysis*): per un numero di esercizi più elevato è talora più significativo mostrare le variazioni delle grandezze di riferimento attraverso la scelta di un anno-base da porre al denominatore mentre al numeratore si

⁶⁷ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 235-239.

⁶⁸ D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 1526-1528.

porranno i valori assunti nei diversi esercizi dalla medesima grandezza. Le variazioni saranno pertanto evidenziate rispetto all'anno-base, il quale dovrà pertanto dovrà essere scelto con cura e il più possibile essere espressivo di un'attività priva di eventi straordinari, per quanto possibile, della gestione aziendale. Solitamente si limita questo tipo di analisi ad un numero limitato di grandezze di cui si presenta il trend, senza estenderla necessariamente a tutte le poste del prospetto contabile.⁶⁹

Figura 3.10 – Esempi problematici della Year-to-year change analysis

Item (in millions)	Period 1	Period 2	CHANGE ANALYSIS	
			Amount	Percent
Net income (loss)	\$(4,500)	\$1,500	\$ 6,000	—
Tax expense	2,000	(1,000)	(3,000)	—
Cash	10	2,010	2,000	20,000%
Notes payable	—	8,000	8,000	—
Notes receivable	10,000	—	(10,000)	(100%)

Fonte: K.R. Subramanyam, J.J. Wild. (2008, p. 29)

Il criterio finanziario di riclassificazione dello Stato patrimoniale offre la base per la costruzione di aggregati, quozienti e altri indicatori che risultano fondamentali e insostituibili per qualsiasi analisi dell'equilibrio finanziario statico ovvero della solvibilità e liquidità d'impresa.

A dispetto della profonda differenziazione dei livelli di dettaglio raggiungibili da parte degli analisti interni ed esterni, le sue varianti applicative sono in assoluto le più utilizzate dagli analisti di bilancio grazie alla semplicità di costruzione e alla possibilità di utilizzo per confronti e analisi più approfondite. Questi vantaggi non ne sminuiscono i difetti genetici dati della staticità della rappresentazione finanziaria, la quale abbisogna di diversa strumentazione concettuale per essere indagata nella sua dinamicità, ossia nella capacità di reperimento ed impiego delle risorse finanziarie.

⁶⁹ K.R. Subramanyam, J.J. Wild., *op.cit.*, p. 28-31.

3.3 Riclassificazione dello Stato patrimoniale seguendo il criterio funzionale e grandezze relative

Un criterio di riclassificazione alternativo dei valori patrimoniali al fine di comporre approfondimenti complementari al criterio finanziario, introduce una suddivisione secondo la destinazione funzionale delle poste di Stato patrimoniale rispetto alla gestione alla quale si riferiscono. In modo analogo a quanto esposto in precedenza sulla partizione del Conto economico civilistico in aree distinte di gestione («non-finanziaria» e finanziaria),⁷⁰ l'intento risulta quello di apprezzare separatamente le due funzioni fondamentali dell'attività d'impresa:

- la funzione di impiego delle risorse nelle attività che connotano la produzione e afferiscono ai collegamenti con i mercati di approvvigionamento e di sbocco e
- la funzione di reperimento delle risorse che alimentano e fluidificano l'attività precedente.

I processi del ciclo acquisto-trasformazione-vendita in un'azienda di produzione per il mercato sono il fulcro della gestione caratteristica che si manifesta con ricorsività ciclica e che incorpora al suo interno anche le attività fornite a supporto di questi processi e eseguite da diverse aree organizzative: le funzioni acquisti e commerciale, la produzione, i reparti dedicati alla R&S, il supporto dato dagli uffici amministrativi e di gestione del personale. Questa qualità si evidenzia presentando distintamente quest'area dall'insieme degli investimenti nell'assetto tecnico e nelle risorse che hanno una relazione di strumentalità rispetto all'area operativa corrente. L'area di gestione degli investimenti risponderà a dinamiche decisionali diverse rispetto alla prima in quanto concerne beni e diritti di utilizzo specializzati che rimarranno impiegati per periodi più lunghi e cederanno la loro utilità su svariati cicli produttivi. La gestione accessoria-patrimoniale, invece, stante il suo ruolo ancillare o di complemento all'attività tipica, riunirà idealmente gli asset provenienti da investimenti e disinvestimenti non direttamente riconducibili alle due gestioni precedenti.

A queste aree gestionali «non-finanziarie» si contrappongono l'insieme di voci

⁷⁰ Vedi *supra* par. 2.3. e Figura 2.8.

derivanti dalle decisioni di reperimento e rimborso delle fonti finanziarie. La gestione finanziaria o area dei finanziamenti ha lo scopo di equilibrare gli scompensi ed i saldi creati dalle altre aree gestionali e l'effetto di modificare la struttura finanziaria aziendale e quindi i rapporti strutturali reciproci tra patrimonio netto e mezzi di terzi.⁷¹

Questa modalità di riclassificazione dello Stato patrimoniale è definita “funzionale” o “riclassificazione secondo la pertinenza gestionale” poiché la gerarchia nella classificazione individua come criterio sovraordinato la distinzione di impieghi e fonti secondo l'area di appartenenza. Mediante questa struttura espositiva si intende oltretutto scomporre l'assorbimento delle risorse finanziarie secondo distinte aree organizzative, allo scopo di collegare le responsabilità manageriali corrispondenti ad un loro aumento o diminuzione, monitorando le modalità di copertura cui si è fatto ricorso.⁷²

Il criterio funzionale discerne pertanto anche le fonti a seconda della loro natura: debiti di funzionamento fra le passività «operative» e debiti di finanziamento ricondotti all'area di gestione finanziaria giacché sono frutto di decisioni di non direttamente riconducibili alla gestione caratteristica ma alla ricezione di mezzi monetari. Le passività finanziarie – sono o dovrebbero essere in genere – gravate da interessi espliciti *ab origine*, senza considerare la loro valutazione a fine esercizio secondo il criterio del costo ammortizzato e del tasso effettivo. In realtà sarebbe più corretto l'uso del condizionale altrimenti i prestiti a titolo gratuito – per esempio quelli infragruppo – rimarrebbero esclusi quando in realtà sono passività finanziarie a tutti gli effetti. Le posizioni debitorie non esplicitamente onerose sono al contrario ricondotte alle passività operative se originate dall'attività tipica d'impresa. Tra queste s'includono anche i debiti verso i prestatori di lavoro e l'Amministrazione Finanziaria in quanto ritenute frutto dell'attività tipica. Attività e passività cosiddette «operative» vengono raggruppate ed esposte in forma scalare distinguendo le correnti dalle consolidate, con l'aggiunta finale degli investimenti accessori per la composizione del Capitale investito netto aziendale. Una seconda sezione in forma scalare esporrà le fonti di copertura utilizzate per finanziarie la sezione operativa, distinguendo i mezzi propri e quelli di terzi.⁷³

⁷¹ M. Dallochio, A. Salvi, *op.cit.*, p. 71-73.

⁷² G. Bertinetti, *Finanza aziendale applicata. Strumenti per l'analisi e la gestione finanziaria applicati ad un'impresa industriale*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 14-15.

⁷³ C. Marcon, *La riclassificazione dello Stato patrimoniale*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 55-56.

Lo Stato patrimoniale funzionale necessita di dettagli ulteriori sulla destinazione funzionale delle poste di bilancio rispetto alle informazioni disponibili all'analista esterno: crediti, debiti, ratei e risconti vengono presentati in voci che possono avere origine finanziaria, operativa o ambigua. La Tabella 3.11 mostra uno schema generale di raccordo fra riclassificazione di tipo funzionale e poste del bilancio civilistico. Le voci tra parentesi tonde sono considerate in detrazione. Le sigle fra parentesi quadre nella sezione di destra indicano la collocazione delle poste all'interno dello schema *ex art. 2424 c.c.*

Tabella 3.11 – Riclassificazione Stato patrimoniale civilistico condotta da un analista esterno secondo criterio di pertinenza gestionale

	RICLASSIFICAZIONE FUNZIONALE	CORRISPONDENZA CON ART. 2424 C.C.
Capitale investito netto:		
	Crediti verso clienti Crediti diversi a breve termine Ratei e risconti attivi (a breve) Rimanenze Anticipi a fornitori	[A-B.III.2] Crediti (tutte le voci – solo operativi, esclusi gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo) [A-C.II] Crediti (tutte le voci – solo operativi, esclusi gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo) [A-C.I] Rimanenze (tutte le voci) [A-D] Ratei e risconti attivi (esclusa la parte pluriennale)
A)	ATTIVO CORRENTE OPERATIVO	
	Debiti verso fornitori Debiti diversi a breve termine Trattamento di fine rapporto (quota a breve) Debiti tributari Ratei e risconti passivi (a breve) Acconti da clienti	[P-B] Fondi rischi e oneri (esclusi strumenti finanziari derivati passivi) (quota a breve) [P-C] Trattamento di fine rapporto (quota a breve) [P-D.6] Acconti [P-D.7] Debiti verso fornitori (quota a breve) [P-D.8] Debiti rappresentati da titoli di credito (solo operativi – quota a breve) [P-D.9] Debiti verso imprese controllate (solo operativi – quota a breve) [P-D.10] Debiti verso imprese collegate (solo operativi – quota a breve) [P-D.11] Debiti verso imprese controllanti (solo operativi – quota a breve) [P-D.11.bis] Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti (solo operativi – quota a breve) [P-D.12] Debiti tributari (quota a breve) [P-D.13] Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale (quota a breve) [P-D.14] Altri debiti (quota a breve) [P-E] Ratei e risconti passivi (a breve)
B)	PASSIVO CORRENTE OPERATIVO	
A - B = C)	CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO	
	Terreni e fabbricati, esclusi quelli civili (al netto del fondo ammortamento) Impianti e macchinari (al netto del fondo ammortamento)	[A-B.I] Immobilizzazioni immateriali (tutte le voci) [A-B.II] Immobilizzazioni materiali (tutte le voci) esclusi gli investimenti immobiliari [A-B.III.2] Crediti (tutte le voci – solo operativi, per gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo) [A-C.II] Crediti (tutte le voci – solo operativi, per gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo) [A-D] Ratei e risconti attivi (quota pluriennale)

	Altre immobilizzazioni materiali nette (al netto del fondo ammortamento)	
	Marchi e brevetti (al netto del fondo ammortamento)	
	Altre immobilizzazioni immateriali nette	
D)	ATTIVO IMMOBILIZZATO OPERATIVO	
	Debiti diversi a lungo termine Trattamento di fine rapporto (quota a lungo) Fondo imposte	[P-B] Fondi rischi e oneri (esclusi strumenti finanziari derivati passivi – quota a lungo) [P-C] Trattamento di fine rapporto (quota a lungo) [P-D.7] Debiti verso fornitori (quota a lungo) [P-D.8] Debiti rappresentati da titoli di credito (solo operativi – quota a lungo) [P-D.9] Debiti verso imprese controllate (solo operativi – quota a lungo) [P-D.10] Debiti verso imprese collegate (solo operativi – quota a lungo) [P-D.11] Debiti verso imprese controllanti (solo operativi – quota a lungo) [P-D.11.bis] Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti (solo operativi – quota a lungo) [P-D.12] Debiti tributari (quota a lungo) [P-D.13] Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale (quota a lungo) [P-D.14] Altri debiti (quota a lungo) [P-E] Ratei e risconti passivi (quota pluriennale)
E)	PASSIVO CONSOLIDATO OPERATIVO	
D - E = F)	CAPITALE IMMOBILIZZATO OPERATIVO NETTO	
C + F = G)	CAPITALE INVESTITO NETTO CARATTERISTICO	
	Investimenti immobiliari Partecipazioni	[A-B.II.1] Terreni e fabbricati (solo investimenti immobiliari) [A-B.III.1] Partecipazioni (tutte le voci) [A-C.III] Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (solo partecipazioni)
H)	INVESTIMENTI ACCESSORI-PATRIMONIALI	
G + H = I)	CAPITALE INVESTITO NETTO AZIENDALE	
Coperture finanziarie:		
	Capitale sociale Riserve Utili (perdite) esercizi precedenti Utile (perdita) d'esercizio	[P-A] Patrimonio netto (tutte le voci) ----- ([A-A] Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti)
A)	PATRIMONIO NETTO	
	Mutui passivi (quota a lungo termine) Prestiti obbligazionari (quota a lungo termine) Debiti verso banche a lungo termine (Crediti finanziari a lungo termine) (Titoli o scadenza a medio-lungo termine)	[P-B.3] Strumenti finanziari derivati passivi (quota a lungo) [P-D.1] Obbligazioni (quota a lungo) [P-D.2] Obbligazioni convertibili (quota a lungo) [P-D.3] Debiti verso soci per finanziamenti (quota a lungo) [P-D.4] Debiti verso banche (quota a lungo) [P-D.5] Debiti verso altri finanziatori (quota a lungo) [P-D.8] Debiti rappresentati da titoli di credito (solo natura finanziaria – quota a lungo) [P-D.9] Debiti verso imprese controllate (solo natura finanziaria – quota a lungo) [P-D.10] Debiti verso imprese collegate (solo natura finanziaria – quota a lungo) [P-D.11] Debiti verso imprese controllanti (solo natura finanziaria – quota a lungo)

		[P-D.11.bis] Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti (solo natura finanziaria – quota a lungo) ----- ([A-B.III] Immobilizzazioni finanziarie (escluse le partecipazioni – quota a lungo)) ([A-C.II] Crediti (tutti e solo quelli finanziari – quota a lungo))
B)	POSIZIONE FINANZIARIA CONSOLIDATA	
	Mutui passivi (quota a breve) Prestiti obbligazionari (quota a breve) Debiti verso banche a breve termine (Crediti finanziari a breve termine) (Titoli o scadenza a breve termine) (Cassa e Banche c/c attivi)	[P-B.3] Strumenti finanziari derivati passivi (quota a breve) [P-D.1] Obbligazioni (quota a breve) [P-D.2] Obbligazioni convertibili (quota a breve) [P-D.3] Debiti verso soci per finanziamenti (quota a breve) [P-D.4] Debiti verso banche (quota a breve) [P-D.5] Debiti verso altri finanziatori (quota a breve) [P-D.8] Debiti rappresentati da titoli di credito (solo natura finanziaria – quota a breve) [P-D.9] Debiti verso imprese controllate (solo natura finanziaria – quota a breve) [P-D.10] Debiti verso imprese collegate (solo natura finanziaria – quota a breve) [P-D.11] Debiti verso imprese controllanti (solo natura finanziaria – quota a breve) [P-D.11.bis] Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti (solo natura finanziaria – quota a breve) ----- ([A-B.III] Immobilizzazioni finanziarie (escluse le partecipazioni – quota a breve)) ([A-C.II] Crediti (tutti e solo quelli finanziari – quota a breve)) ([A-C.III] Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (escluse le partecipazioni)) ([A-C.IV] Disponibilità liquide)
C)	POSIZIONE FINANZIARIA CORRENTE	
B + C = D)	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	
A + D = E)	TOTALE COPERTURE FINANZIARIE	

Fonte: Elaborazione da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 57-58 e 244-246)

Lo schema di cui sopra presuppone implicitamente l'integrale attribuzione di alcune poste ad un'unica classe funzionale oppure la possibilità di operare una dicotomia precisa all'interno di ogni voce di credito o debito. In particolare si fa notare che:

- il termine «corrente» viene impiegato come succedaneo della locuzione «a breve termine» e non di «legato alla gestione caratteristica» come risulta in alcune versioni di riclassificazione funzionale, sia contemporanee che risalenti nel tempo;⁷⁴
- le disponibilità liquide sono considerate *in toto* attività finanziarie portate a detrazione delle passività finanziarie a breve;
- le poste tributarie e previdenziali di qualunque natura si considerano tutte

⁷⁴ Ad esempio in M. Dallochio, A. Salvi, *op.cit.*, p. 66-67.

appartenenti alla gestione caratteristica;

- i ratei e risconti sono considerati tutti operativi e ripartiti solo fra quota corrente e pluriennale, assumendo un loro valore totale non significativo;
- tutti gli strumenti finanziari, ad eccezione delle sole partecipazioni, sono considerati attività finanziarie produttrici di reddito che impiegano risorse reperite in maniera onerosa e pertanto vengono detratte dalle passività finanziarie;
- gli investimenti accessori-patrimoniali sono costituiti dal valore netto di beni reali (e.g. fabbricati civili al netto delle quote di ammortamento) e dalle partecipazioni societarie;
- le partecipazioni sono considerate tutte come investimenti facenti parte della gestione accessoria, in quanto si ritengono non essenziali all'attività strettamente connessa con il *core-business* aziendale, nel senso che una loro cessione non influisce sull'attività caratteristica di produzione del valore.⁷⁵

Alcuni assunti paiono invero radicali. Il ruolo occupato dalle disponibilità liquide all'interno dei processi aziendali non si può restringere unicamente alla soddisfazione attuale o futura delle passività di origine finanziaria. L'utilizzo transattivo già in precedenza discusso rende le liquidità immediate un mezzo necessario alla conduzione dei rapporti di versamento e riscossione innanzitutto con clienti e fornitori: in sua assenza diverrebbe impraticabile la compravendita di beni e servizi con la fluidità conferita dall'evoluzione tecnologica contemporanea al processo di pagamento. Segnatamente negli esercizi di commercio al dettaglio è necessario mantenere una seppur minima quantità di cassa contante per essere abilitati alla ricezione dei pagamenti dei clienti e alla restituzione dei resti. La somma di denaro necessaria per l'espletamento dell'operazione di vendita con incasso in contanti, il cui ammontare varierà secondo il volume di vendita giornaliero, farebbe propendere per una considerazione a tutti gli effetti delle disponibilità liquide come parte delle attività correnti operative. La soluzione adottata, invece, ne enfatizza la funzione di riserva del valore nel tempo ed il movente finanziario-speculativo e surrettiziamente considera il costo opportunità di un suo mancato investimento in impieghi alternativi come un sucedaneo del tasso d'interesse esplicito che accomuna le attività e passività finanziarie. Inoltre essendo esposte in detrazione alla Posizione finanziaria netta invece di far parte del Capitale investito netto caratteristico

⁷⁵ C. Marcon, *op.cit.*, p. 60.

hanno l'effetto di evidenziare un fabbisogno finanziario scaturente dalla gestione caratteristica minore. Una suddivisione più aderente all'espletamento delle due funzioni delle disponibilità liquide, seppur idealmente auspicabile, è in concreto realizzabile solamente per un analista interno in grado di stabilire quale sia l'ammontare del cuscinetto di liquidità indispensabile per le operazioni ricorrenti: una sorta di scorta permanente di mezzi liquidi al di sotto della quale i processi operativi quotidiani non si svolgono con fluidità ma incorrono in ritardi e inefficienze. Dallochio e Salvi in particolare, sono tra gli autori che pur riconoscendo la motivazione logica appena illustrata concordano con la totale esclusione di cassa e conti correnti attivi dalle attività operative correnti sostenendo che qualora siano di ammontare elevato, le disponibilità liquide assumono il ruolo di investimenti finanziari. Qualora, invece, gli importi non fossero significativi gli Autori reputano questa soluzione come dotata di un miglior rapporto costi-benefici in termini di chiarezza espositiva e semplicità di costruzione.⁷⁶

La scelta di portare tutte le disponibilità liquide a detrazione della posizione finanziaria netta ha d'altro canto l'indubbio vantaggio di predisporre un aggregato di capitale circolante che non risente di fluttuazioni intervenute nelle disponibilità liquide: formato solo da poste operative esso sarà denominato Capitale circolante netto operativo (CCNO).

- $CCNO = \text{Attivo corrente operativo} - \text{Passivo corrente operativo}$

Anche la decisione di considerare tutte le poste debitorie connesse al pagamento dei tributi come riflesso della sola gestione caratteristica può sollevare critiche. Laddove le tasse versate per l'utilizzo di servizi pubblici o le imposte indirette collegate al valore aggiunto prodotto si possono considerare diretta conseguenza dell'attività tipica, le imposte dirette sul reddito d'impresa, sulle quali impattano le decisioni di gestione finanziaria, si fatica a non considerarle come effetto della gestione aziendale nella sua interezza. Alcuni autori, come Bertinetti ad esempio, le considerano separatamente negli schemi di riclassificazione funzionale proposti.⁷⁷

Il criterio di pertinenza gestionale possiede il vantaggio di evidenziare il modo in cui le operazioni che coinvolgono le attività di business modificano il fabbisogno netto di risorse finanziarie, ossia il fabbisogno creato dalle risorse che impegnano ma al contempo

⁷⁶ M. Dallochio, A. Salvi, *op.cit.*, p. 69.

⁷⁷ G. Bertinetti, *op.cit.*, p. 17.

diminuito delle fonti che spontaneamente si creano mentre le riclassificazioni finanziarie valutano separatamente fonti e impieghi. L'attività caratteristica impiega risorse per costituire le scorte necessarie al fluire dei processi produttivi e per concedere credito ai clienti nelle attività commerciali. Anche gli altri soggetti operanti nella filiera con cui l'impresa intrattiene rapporti commerciali – i fornitori di beni e servizi e i prestatori di lavoro – accordano un determinato credito all'impresa per i pagamenti che attendono, assorbendo così parte del fabbisogno di mezzi finanziari generato in precedenza. Il Capitale circolante netto operativo quantifica la parte di impieghi non finanziata dai debiti generati spontaneamente dalla gestione caratteristica ricorrente e che pertanto necessita di risorse finanziarie ulteriori provenienti da operazioni sul mercato dei capitali di rischio o di debito. Rispetto alla quantità lorda dell'attivo corrente esposto nelle riclassificazioni finanziarie, restituisce all'analista un'informazione più accurata sulla magnitudo dell'intervento che la funzione finanziaria dovrà esperire.

La medesima argomentazione si ripropone per gli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali e nei crediti operativi a lungo termine, necessari all'allestimento della struttura stabilmente dedicata ai processi produttivi ricorrenti, dai quali si deducono le fonti di natura operativa che permangono oltre l'esercizio. Alla quota a lungo termine dei debiti di fornitura si sommeranno le quote dei fondi rischi e oneri e la quota del fondo TFR che si prevede non saranno utilizzati a breve. Il loro importo andrà in deduzione del valore dell'Attivo immobilizzato operativo in modo da ottenere il Capitale immobilizzato operativo netto (CION). Il CION rappresenta il fabbisogno dato dell'area investimenti che, secondo la nozione di equilibrio patrimoniale finora utilizzata, dovrà essere coperta con fonti finanziarie "onerose" coerenti, in modo da permettere il rilascio dell'utilità di questi impieghi e il ritorno dei mezzi monetari con la vendita dei prodotti realizzati con il loro contributo. Il Capitale circolante netto operativo e il Capitale investito operativo netto sommati danno il Capitale investito netto caratteristico, che identifica la somma da finanziare per la conduzione della gestione d'impresa.

La gestione accessoria-patrimoniale, invece, dato il suo carattere facoltativo o contingente determina un diverso fabbisogno dato dall'esistenza di impieghi reali o finanziari che generalmente si mantengono in azienda per la loro capacità di produrre un reddito o un'utilità complementari a quelli caratteristici e che pertanto si usa valutare separatamente dagli impieghi nell'attività tipica. Aggiunti a questi formano il Capitale investito netto aziendale che restituisce l'ammontare di fabbisogno finanziario

complessivo: rappresenta il valore netto dei beni e servizi che l'azienda impiega secondo l'assetto raggiunto alla data di redazione del bilancio per condurre la propria attività. La non corrispondenza con il Totale impieghi della riclassificazione secondo il criterio finanziario risiede nella compensazione intervenuta fra voci contabili che secondo questo criterio riclassificatorio debbono appartenere alla medesima area gestionale. All'interno della cornice di obiettivi strategici un traguardo permanente del management sarà pertanto la minimizzazione del Capitale investito netto aziendale in modo da minimizzare la ricerca dei mezzi finanziari necessari agli impieghi netti.⁷⁸ In questo senso la funzione finanziaria *“non può prescindere dalla conoscenza dei meccanismi che regolano l'operatività aziendale e delle strategie che ne ispirano l'agire”*,⁷⁹ in quanto la conoscenza intima delle modalità con cui si dipana l'azione della gestione caratteristica è di fondamentale guida nella ricerca delle soluzioni di finanziamento più coerenti con gli equilibri da ottenere. Per questo motivo, nonostante le due sezioni siano mostrate separatamente dal punto di vista grafico non è possibile sottrarsi alle interrelazioni che le connettono.

La sezione delle coperture finanziarie, anch'essa in forma scalare, espone le fonti che finanziano il Capitale investito netto aziendale. La prima fonte finanziaria di copertura individuabile è quella dotata di maggiore permanenza: il patrimonio netto. Non si segnalano differenze nel contenuto della posta rispetto alla riclassificazione finanziaria se non nella scelta esplicita di porre in detrazione la voce A. Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, che in questa prospettiva funzionale non si possono che considerare come quantità assente di mezzi propri.

Il Capitale investito netto aziendale diminuito del patrimonio netto individua il fabbisogno complessivo da coprire con i mezzi reperiti a titolo di capitali di debito: la posizione finanziaria netta o indebitamento finanziario netto. L'aggregato risulterà costruito dalla sommatoria di tutte le forme di debito di natura finanziaria diminuita di tutte le attività finanziarie presenti. I crediti di natura finanziaria uniti agli strumenti finanziari ed alle disponibilità liquide vengono portati in detrazione delle passività finanziarie. Nello schema è prevista l'ulteriore distinzione tra posizione finanziaria corrente e consolidata. Rispetto all'aggregato visto in precedenza costituito dai mezzi di

⁷⁸ *Ibidem*.

⁷⁹ G. Bertinetti, *op.cit.*, p. 13.

terzi questo margine individua un'esposizione finanziaria netta verso i debitori dell'impresa e per questo risulta interessante per i soggetti che effettuano l'analisi di bilancio in vista della concessione di credito, intermediari finanziari *in primis*. Nonostante sia un indicatore alternativo del livello di indebitamento aziendale molto diffuso nell'informativa pubblica dei conti annuali, esso non ha una definizione univoca né risulta citato all'interno degli standard IAS/IFRS.

Gli stessi principi contabili italiani convengono sull'assenza di una modalità di calcolo condivisa da teoria e pratica e propongono la seguente definizione individuandola fra le informazioni integrative da esporre nelle operazioni di ristrutturazione del debito:

“La posizione finanziaria netta (o indebitamento finanziario netto) è calcolata generalmente come somma algebrica tra le seguenti grandezze:

- la posizione finanziaria corrente netta (o indebitamento finanziario corrente netto), calcolata come sommatoria tra le disponibilità liquide, i crediti finanziari correnti e le altre attività finanziarie correnti al netto dei debiti bancari correnti, della parte corrente dell'indebitamento non corrente e degli altri debiti finanziari correnti;
- la posizione finanziaria non corrente (o indebitamento finanziario non corrente), calcolata come sommatoria tra i debiti bancari non correnti, le obbligazioni emesse e gli altri debiti finanziari non correnti.

Nelle due grandezze sopraindicate sono considerati anche i debiti per leasing finanziario, distinti nella parte corrente e non corrente.”⁸⁰

Questa definizione è ripresa da una delle raccomandazioni del Committee of European Securities Regulators (CESR), ora sostituito dallo European Securities and Markets Authority (ESMA), che pertanto si rivolgeva in primo luogo alle società quotate sotto la vigilanza dei regolatori nazionali. La raccomandazione in merito alla capitalizzazione e indebitamento netto (*Net indebtedness*) prevedeva che:

“Issuers should be provide disclosure of Net indebtedness in the short term and in the medium-long term:

- A. Cash.....
- B. Cash equivalent (Detail).....
- C. Trading securities
- D. Liquidity (A)+(B)+(C).....**

E. Current Financial Receivable.....

⁸⁰ OIC 6, *Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio*, 2 agosto 2011, par. 7.4.

F. Current Bank debt.....
 G. Current portion of non-current debt.....
 H. Other current financial debt.....

I. Current Financial Debt (F)+(G)+(H)

J. Net Current Financial Indebtedness (I)-(E)-(D).....

K. Non-current Bank loans.....
 L. Bonds Issued.....
 M. Other non-current loans.....

N. Non-current Financial Indebtedness (K)+(L)+(M).....

O. Net Financial Indebtedness (J)+(N).....”⁸¹

Eccezion fatta per questi riferimenti che accolgono le liquidità immediate per intero in detrazione dei debiti finanziari, si possono trovare configurazioni di Posizione finanziaria netta che non accolgono al loro interno i crediti di natura finanziaria,⁸² oppure configurazioni di debito netto (*Net debt*) accolte dalla tradizione anglosassone che vi includono tutti i debiti, con esclusione unicamente della cassa non utilizzata ad usi transattivi e degli investimenti e le attività finanziarie a breve termine:

- Net Debt = Debt - Excess Cash and Short-Term Investments⁸³

Questa visione dell’indebitamento netto deriva dalla presenza frequente nei contratti di finanziamento di clausole inerenti collaterali – rappresentati solitamente da *marketable securities* – da mantenere lungo la durata del contratto ed aventi la funzione di strumento di riduzione del rischio di credito per il concedente.

La definizione della posizione finanziaria netta così come risulta dalla Tabella 3.11 dà modo di costruire quozienti alternativi agli indici d’indebitamento provenienti da riclassificazioni secondo il criterio finanziario. Il tasso di indebitamento che mette in relazione le fonti di terzi ed il capitale proprio dell’impresa diventa così il tasso di indebitamento finanziario netto, o indice di intensità del finanziamento complessivo:

⁸¹ CESR ref. 05-054/b, *CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, 10 febbraio 2005, consultato il 27/12/2017 su <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/05-054%252Fb>.

⁸² M.S. Avi, *op.cit.*, p. 250.

⁸³ J. Berk, P. DeMarzo, *op.cit.*, p. 417;

- Tasso di indebitamento finanziario netto = $\frac{\text{Posizione finanziaria netta}}{\text{Patrimonio netto}}$

Questo rapporto restituisce una lettura diversa dell'attività di ricorso al capitale di debito da parte di un'azienda di produzione tenendo conto anche alle caratteristiche del settore industriale nel quale compete. Se un'impresa avente un tasso d'indebitamento considerato rilevante presenta allo stesso tempo un tasso d'indebitamento finanziario esiguo si può inferire che buona parte dell'indebitamento è dovuto a componenti dell'area operativa, non produttive di oneri finanziari (per lo meno espliciti) e in qualche modo organiche al modello di business perseguito. Diventa allora più interessante confrontare la posizione finanziaria netta e il tasso di indebitamento finanziario con quello delle altre aziende del settore industriale - medio, mediano o riferito al leader di mercato - per tracciare una lettura contestualizzata dello stato di solvibilità e di solidità dell'impresa. Essendo inoltre un margine calcolato tramite la compensazione fra passività ed attività finanziarie, un determinato valore della posizione finanziaria netta può verificarsi con ordini di grandezza di debiti e crediti anche molto differenti. In alcuni casi si può dare una posizione finanziaria netta addirittura negativa laddove le attività finanziarie fossero di entità superiore dei debiti finanziari: l'indebitamento finanziario netto diventerebbe in questo caso una "disponibilità finanziaria netta" e le coperture sarebbero costituite unicamente dal patrimonio netto dell'impresa. Per arricchire l'analisi del livello di debito assunto dall'impresa è consigliabile perciò affiancare al tasso d'indebitamento finanziario netto una misura simile ma esente dagli effetti compensativi e che si potrà denominare tasso d'indebitamento finanziario lordo:

- Tasso di indebitamento finanziario lordo = $\frac{\text{Debiti finanziari}}{\text{Patrimonio netto}}$

Questo quoziente afferisce ancora alla famiglia dei quozienti *debt/equity*, si può ricavare senza difficoltà dallo Stato patrimoniale riclassificato in forma funzionale e grazie allo studio della sua dimensione e dell'evoluzione nel tempo è possibile integrare la descrizione della situazione debitoria aziendale fornita dagli altri indici.⁸⁴

Alcuni rapporti di composizione del Capitale investito netto aziendale risultante dalla

⁸⁴ M. Mancin, *ult.op.cit.*, p. 360-361.

riclassificazione dello Stato patrimoniale secondo il criterio di pertinenza gestionale sono quelli che lo suddividono percentualmente nelle sue componenti misurando quanto incidono rispettivamente la gestione caratteristica e la gestione accessoria-patrimoniale:

- Incidenza capitale investito in gest. caratter. = $\frac{\text{Capitale investito netto caratteristico}}{\text{Capitale investito netto aziendale}}$
 - Incidenza del CCNO = $\frac{\text{Capitale circolante netto operativo}}{\text{Capitale investito netto aziendale}}$
 - Incidenza del CION = $\frac{\text{Capitale immobilizzato operativo netto}}{\text{Capitale investito netto aziendale}}$
- Incidenza capitale investito in gest. accessoria = $\frac{\text{Investimenti accessori-patrimoniali}}{\text{Capitale investito netto aziendale}}$

Monitorare l'evoluzione di tali rapporti di composizione può rendere evidente il differente peso che ogni componente possiede nello spiegare il fabbisogno finanziario che ognuna rappresenta nonché il contributo che la redditività associata a ciascun numeratore apporta alla redditività del Capitale investito netto aziendale.

Anche i quozienti di copertura dell'attivo a lungo termine possono essere costruiti avendo a riferimento i valori che scaturiscono dalla riclassificazione funzionale. Il denominatore non sarà dato dall'attivo immobilizzato o lungo termine ma sarà il Capitale immobilizzato operativo netto (CION) mentre al numeratore si utilizzerà il patrimonio netto come voce di copertura nella versione netta. Nella versione lorda dell'indice i mezzi propri saranno sommati all'ammontare della Posizione finanziaria consolidata, ossia i debiti finanziari netti con esigibilità oltre l'esercizio:

- Indice di copertura netto del CION = $\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Capitale immobilizzato operativo netto}}$
- Indice di copertura lordo del CION = $\frac{\text{P.F. consolidata} + \text{Patrimonio netto}}{\text{Capitale immobilizzato operativo netto}}$

Tutti i quozienti riportati in questo paragrafo vanno interpretati scontando la loro costruzione rispetto agli aggregati del paragrafo precedente con i quali possono essere confrontati. Il tasso d'indebitamento complessivo sarà necessariamente più alto rispetto al tasso d'indebitamento finanziario lordo, in quanto comprende tutti i debiti e non solo quelli finanziari. Il CION avrà valore minore rispetto al corrispondente valore dell'attivo immobilizzato per cui sarà più agevole la copertura anche con i soli mezzi propri. D'altro

canto l'indice di copertura del CION lordo sarà invece più appropriata perché utilizza anche al numeratore un valore che sconta una compensazione fra partite di segno opposto.

Un'altra avvertenza importante riguarda invece la scelta dei dati inerenti i quozienti e la loro costruzione. Nei due paragrafi precedenti si è assunta implicitamente una condizione: i valori utilizzati negli indici appartengono al medesimo bilancio di esercizio ovvero alla medesima data di riferimento. I rapporti fra poste provenienti dallo stesso prospetto patrimoniale e che sono pertanto collocate in un dato istante temporale confronteranno, ad esempio, la posizione finanziaria al 31/12 dell'anno 20X1 con il patrimonio netto alla stessa data. Se non si effettuano analisi di trend ma ci si concentra su un bilancio unico, contenente la comparazione di due esercizi, può essere più significativo costruire quozienti costruiti su valori medi di due esercizi consecutivi. La decisione tecnica deve comunque riferirsi alle variabili oggetto di approfondimento ed *in primis* all'omogeneità interna del sistema degli indicatori utilizzati durante l'analisi. Per minimizzare gli effetti dovuti alle stagionalità ed alle fluttuazioni durante l'anno delle poste patrimoniali la soluzione migliore è quella che utilizza dati medi elaborati sulle risultanze mensili o trimestrali, le quali però sono appannaggio degli analisti interni.

Infine, le novità al bilancio d'esercizio apportate dell'attuazione della direttiva 2013/34/UE, recepita con il D.Lgs. 139/2015, hanno inciso abbondantemente sulla struttura dello Stato patrimoniale influenzando così anche le riclassificazioni operate da analisti esterni. Difatti, nei bilanci depositati redatti in forma ordinaria:

- i costi di pubblicità e di ricerca non possono più essere capitalizzati tra le immobilizzazioni immateriali, diminuendo l'ammontare del Capitale immobilizzato netto operativo;
- il valore delle azioni proprie in portafoglio è ora presente in diretta detrazione del patrimonio netto, diminuendone la consistenza;
- il valore degli strumenti finanziari derivati eventualmente presenti viene rilevato e modificato ogni esercizio e, rientrando fra le attività o passività finanziarie, può incidere sulla posizione finanziaria netta;
- la valutazione dei crediti e debiti con il criterio del costo ammortizzato incide in maniera spiccata sulle consistenze patrimoniali delle poste particolarmente per tutte le scadenze oltre l'esercizio, le quali debbono essere attualizzate ricevendo quindi una

diversa distribuzione temporale della loro consistenza negli Stati patrimoniali durante il loro decorso;

- il criterio del costo ammortizzato evidenzia le discrepanze fra tasso d'interesse contrattuale e tasso d'interesse di mercato contribuendo a modificare il valore esposto a bilancio anche delle posizioni creditorie e debitorie non esplicitamente onerose;
- le obbligazioni emesse sono anch'esse influenzate dall'applicazione dall'attualizzazione delle somme ricevute, portando inoltre alla eliminazione degli aggi e disaggi di emissione.

3.4 Riclassificazioni del Conto economico e grandezze relative

Il Conto economico all'interno del sistema di bilancio d'esercizio ha la funzione di raccogliere ed esporre le componenti positive e negative di reddito che sono maturate durante l'esercizio mostrando la dinamica di formazione del risultato economico. L'analisi del documento mostra quali risultati abbiano conseguito la gestione interna ed esterna nelle particolari condizioni ambientali e contingenti dell'esercizio preso in esame e se all'interno del periodo di tempo l'azienda sia riuscita a mantenere un equilibrio soddisfacente tra fattori produttivi acquisiti ed impiegati e il collocamento della produzione sui mercati di sbocco. Anche se in una ottica estremamente sintetica e con tutte le problematiche di attendibilità delle rendicontazioni consuntive, i risultati provenienti dal prospetto economico informano sull'efficacia ed efficienza della gestione.

Un apprezzamento avveduto dell'equilibrio reddituale non si circoscrive ad un solo esercizio data l'esistenza di fattori contingenti che condizionano i sistemi economici locale, nazionale o sovranazionale in cui l'azienda svolge la sua azione competitiva oppure la manifestazione di fenomeni che hanno radici nella gestione passata e che possono influenzare in maniera cospicua le risultanze della gestione. Nonostante la statuizione da parte dei principi contabili del postulato di competenza di bilancio, la cui attuazione va comunque temperata con gli altri postulati fra cui quello della prudenza, la formazione da parte dell'analista di un apprezzamento sul grado di equilibrio economico raggiunto si deve poggiare su periodi di tempo più estesi in modo da smussare gli effetti dei fattori contingenti e valutare l'efficacia ed efficienza di più cicli produttivi. Questa nozione, che poggia innanzitutto sul buon senso, viene comprovata poi da considerazioni anche statistiche: maggiore è la messe di dati a disposizione inerenti un fenomeno, migliori sono

le rese delle tecniche di analisi applicate ai dati elementari e minori sono gli effetti delle situazioni estemporanee sui risultati. Tale concetto richiama inoltre l'attitudine fondamentale dell'azienda in quanto dimensione economica di un istituto atto a perdurare nel tempo: l'equilibrio fra elementi positivi e negativi di reddito va ricercato e monitorato nel breve in quanto condizione di raggiungimento dell'equilibrio di lungo termine.⁸⁵ L'allungamento della prospettiva temporale di studio del comportamento economico dell'istituto, inoltre, ha la capacità di mettere in luce le capacità distintive strategiche più critiche nei sistemi economici turbolenti come quelli contemporanei: l'adattamento in chiave performante rispetto all'ambiente, la capacità di apprendimento organizzativo, il bilanciamento fra obiettivi di breve e medio-lungo e fra efficacia ed efficienza della gestione, la soddisfazione nei rapporti con gli altri attori (clienti, fornitori, rappresentanti dei lavoratori, istituzioni pubbliche territoriali).

Una gestione aziendale rivolta alla performance di lungo periodo, la cui unitarietà nel tempo e nello spazio è già stata sottolineata in precedenza, per essere condotta in maniera consapevole da parte dell'organo amministrativo ha bisogno di confrontare sé stessa in occasione di sistematici e frequenti *checkpoint* che forniscano indicazione di dove si trova l'azienda nel percorso di perseguimento dei propri fini, delle modalità con cui è arrivata a tali risultati (dimensione retrospettiva) e di quali azioni correttive o supplementari necessita negli esercizi a venire (dimensione prospettica). Nonostante quindi l'interruzione del fluire continuo dei processi e delle operazioni aziendali, al fine del calcolo di risultati economici periodali, comporti una serie di procedimenti di astrazione e l'utilizzo di criteri convenzionali e congetture per interrompere la circolarità e le interdipendenze reciproche di costi e ricavi,⁸⁶ tale procedimento si rende obbligatorio non solo per rispettare la normativa sui rendiconti annuali ma vieppiù per costruire rappresentazioni espressive dell'attività economica portata a compimento.

Nell'espone le caratteristiche del Conto economico classificato secondo i criteri definiti dal Codice civile si sono già accennate le deficienze che tale documento mostra di possedere per un suo utilizzo strumentale all'apprezzamento della gestione e che si possono riassumere nella commistione di poste appartenenti ad aree gestionali diverse

⁸⁵ G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 182.

⁸⁶ E. Cavalieri, *La valutazione dell'equilibrio economico: la redditività aziendale*, in E. Cavalieri (a cura di), *op.cit.*, p. 235.

all'interno dei macroaggregati esposti. La forma espositiva a «valore e costi della produzione», infatti, miscela componenti afferenti alla gestione caratteristica con componenti accessorie o di investimento patrimoniale, così come l'area finanziaria è costituita da oneri e proventi di natura eterogenea. Una volta accettata la scissione a fini conoscitivi e di analisi del risultato economico aziendale e posto che il Conto economico civilistico opera una classificazione di specie causale, basata cioè sulla natura dei costi e ricavi,⁸⁷ la principale caratteristica di una riclassificazione del Conto economico che miri ad espandere le informazioni a disposizione è costituita da suddivisione delle componenti di reddito secondo la destinazione funzionale dei processi che li hanno generati. Affermata l'esistenza di una gestione caratteristica che costituisce il *core business* dell'azienda di produzione e pertanto anche i mercati di riferimento sui quali essa è presente come attore economico scambiando beni e servizi e mezzi monetari, il risultato di questa gestione sarà oggetto elettivo di conoscenza.

La prima ripartizione delle componenti reddituali, pertanto, s'individua nella dicotomia tra area caratteristica e area extracaratteristica: la prima individua la funzione economico-tecnica dell'impresa, la seconda descrive gli accadimenti dei processi che hanno avuto ad oggetto la gestione accessoria-patrimoniale, la gestione finanziaria in senso stretto e le imposte calcolate sul reddito lordo conseguito nel periodo.⁸⁸

In Figura 3.12 si presentano le due modalità di riclassificazione del Conto economico civilistico più diffuse nei bilanci depositati,⁸⁹ le quali seguono entrambe il criterio della destinazione delle voci e la demarcazione principale fra la gestione caratteristica e la gestione extra caratteristica: lo schema a Valore della produzione e Valore aggiunto e lo schema a Ricavi e Costo del venduto. Entrambe le configurazioni sono indirizzate, partendo dai ricavi netti di vendita e attraverso una serie di aggregazioni successive, all'esposizione di alcuni margini e risultati economici parziali ritenuti altamente significativi. Il principale di questi risultati è il risultato operativo caratteristico che identifica il risultato economico parziale riferito alla sola gestione caratteristica. La sua importanza discende direttamente dalle considerazioni effettuate in precedenza: rappresenta il risultato dell'attività principale in cui si esercita l'impresa, la sua funzione

⁸⁷ P. Mella, *op.cit.*, p. 130.

⁸⁸ C. Marcon, *La riclassificazione del Conto economico*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 71.

⁸⁹ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 405-406.

economica, il business principale per il quale il sistema dei processi è stato costruito.

Figura 3.12 – Riclassificazione del Conto economico secondo il criterio della destinazione con schemi alternativi

AREA OPERATIVA CARATTERISTICA Le determinanti del reddito operativo caratteristico (due schemi)	Schema a Valore della produzione e Valore Aggiunto	Schema a Ricavi e Costo del venduto	
	a) Ricavi netti di vendita b) Variazione delle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione c) Valore dei lavori interni	A. RICAVI NETTI DI VENDITA	a) Acquisti netti di materie e merci b) Variazione delle rimanenze di materie e merci c) Spese per prestazioni di servizi d) Canoni di locazione e) Costo del personale f) Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni materiali e immateriali g) Accantonamenti per rischi e oneri futuri h) Variazione delle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione i) Valore dei lavori interni
	1. VALORE DELLA PRODUZIONE OTTENUTA (a +/- b + c)		
	d) Acquisti netti di materie e) Variazione delle rimanenze di materie f) Spese per prestazioni di servizi g) Canoni di locazione		
	2. COSTI DI PRODUZIONE ESTERNI (d +/- e + f + g)		
	3. VALORE AGGIUNTO (1 - 2)		
	h) Costo del personale		
	4. MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA) (3 - h)	B. COSTO DEL VENDUTO (a +/- b + c + d + e + f + g +/- h - i)	
	i) Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni materiali e immateriali j) Accantonamenti per rischi e oneri futuri		
	5. RISULTATO OPERATIVO (EBIT) CARATTERISTICO (4 - i - j) / (A + B)		
AREA OPERATIVA EXTRA-CARATTERISTICA Incidenza delle componenti extra-caratteristiche nella determinazione del Reddito netto	6. PROVENTI ACCESSORI-PATRIMONIALI NETTI		
	7. PROVENTI FINANZIARI NETTI		
	8. RISULTATO OPERATIVO (EBIT) AZIENDALE (5 + 6 + 7)		
	9. ONERI FINANZIARI		
	10. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (8 - 9)		
	11. IMPOSTE DEL REDDITO		
	12. REDDITO NETTO (10 - 11)		

Fonte: Adattamento da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 34, 78 e 86)

Non serve dilungarsi per evidenziare come il segno e l'ordine di grandezza assoluti di

questo risultato siano il primo elemento su cui fondare un apprezzamento della gestione ed in particolare sul raggiungimento o meno di condizioni di equilibrio della gestione reddituale. A differenza del reddito netto, esso non è influenzato né dalle imposte dirette, né dagli oneri finanziari derivanti dalle scelte di copertura dei fabbisogni evidenziati nello Stato patrimoniale funzionale: in questo senso viene anche chiamato *Earnings Before Interest Taxes* (EBIT) caratteristico. Il riferimento alla sola gestione caratteristica è l'elemento caratterizzante di questo risultato parziale e si contrappone all'EBIT aziendale.

L'EBIT o risultato operativo aziendale "è un indicatore di economicità della gestione operativa ed è una grandezza indipendente dalla struttura finanziaria adottata dall'impresa".⁹⁰ Infatti, si riferisce ai riflessi economici provenienti da tutti gli impieghi compresi nell'attivo di bilancio e incorpora così anche i riflessi della gestione accessoria e finanziaria attiva che nello schema di Figura 3.12 sono tenute separate fra loro in modo da collegarsi direttamente allo schema di Stato patrimoniale funzionale:⁹¹

- i proventi e gli oneri derivanti da investimenti immobiliari e reali extracaratteristici e dalle partecipazioni detenute ricadono fra i proventi accessori-patrimoniali netti;
- i proventi e gli oneri derivanti da investimenti in attività finanziarie (i.e. cedole, interessi su crediti) tra cui le plusvalenze e minusvalenze e le rettifiche di valore, ricadono fra i proventi finanziari netti.

Una volta decurtato l'EBIT aziendale dalle poste accessorie e finanziarie attive si ottiene EBIT inerente alla sola gestione caratteristica che appunto segnala la capacità del modello di business di ottenere dalla vendita di beni e servizi al mercato abbastanza ricavi da superare gli importi investiti nell'acquisto dei fattori necessari alla produzione. Confrontando l'EBIT caratteristico con l'EBIT aziendale si apprezza il peso della gestione accessoria ed il suo contributo al risultato finale. Un'impresa in cui i risultati della gestione accessoria ed i proventi finanziari fossero di ammontare costantemente superiore a quelli caratteristici farebbe nascere legittimi interrogativi agli stakeholder sulla reale competitività dell'impresa nel suo settore elettivo e sulla necessità da parte del management di ripensare l'attività o persino la permanenza in quel settore.

Il confronto fra EBIT aziendale e oneri finanziari restituisce una visione della capacità

⁹⁰ F. Cescon, *L'analisi finanziaria nella gestione aziendale*, cit., p. 18.

⁹¹ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 72-76.

di produrre abbastanza ricchezza da poter sopportare gli oneri della gestione finanziaria passiva e quindi il fatto di attingere ai mezzi di terzi per finanziare parte degli impieghi, utilizzando la leva finanziaria per espandere il risultato economico netto.

L'EBIT aziendale, una volta sottratti gli oneri finanziari, deve inoltre sostenere le imposte sul reddito afferenti a quella che viene anche denominata gestione tributaria o fiscale. In realtà, similmente a quanto accade nel Conto economico civilistico, le imposte considerate sono solamente quelle dirette, in particolare IRAP e IRES, in quanto si applicano al reddito imponibile come espressione della capacità contributiva del soggetto-impresa vista nel suo complesso. Tasse, contributi o imposte indirette che siano collegabili ad una determinata area gestionale in quanto insistono su particolari consumi, beni o servizi, dovrebbero essere ricomprese tra gli oneri di quell'area, in ossequio al criterio di riclassificazione secondo la destinazione funzionale. Pertanto l'IVA indetraibile o le accise su determinate produzioni dovrebbero appartenere all'area caratteristica che le ha generate; le tasse, i bolli e le imposte immobiliari dovrebbero dividersi fra gli immobili utilizzati nella gestione tipica e quelli facenti parte di investimenti immobiliari accessori; le imposte sostitutive sui redditi di capitale seguiranno lo strumento su cui si sono applicate (e.g. gestione accessoria o proventi finanziari netti).

Purtroppo, una riclassificazione effettuata da un analista esterno su bilanci civilistici, nonostante la presenza in Nota integrativa di alcune informazioni sugli oneri finanziari ed i proventi da partecipazione, senza un'adeguata suddivisione delle voci A.5 e B.14 riguardanti i proventi ed oneri di provenienza gestionale extracaratteristica, nonché gli eventuali ammortamenti e svalutazioni di immobili civilistici presenti nella voce B.10, diventa un esercizio fondato su un'estrema soggettività delimitata solo dalla sensibilità ed esperienza dell'analista che esegue la riclassificazione.⁹² Ovviamente, ogni assunzione tranciante e semplificatoria, come ad esempio quella di inserire tutte le voci suddette all'interno della gestione caratteristica, può rivelarsi fonte d'inesattezze che si riverberano nel computo degli aggregati e degli indici.

La riclassificazione delle voci a monte del risultato operativo caratteristico, come detto, può seguire logiche differenti che riguardano il modo di considerare la formazione dell'EBIT caratteristico e soprattutto rendono visibili diversi aggregati dotati di rilievo. Lo

⁹² Cfr. M.S. Avi, *op.cit.*, p. 201-218; U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 246-252.

schema a Ricavi e Costo del venduto, redatto da un analista esterno contrappone i ricavi netti d'esercizio caratteristici – privi dei resi e abbuoni non finanziari⁹³ – ai costi caratteristici sostenuti per la produzione effettivamente venduta, tenendo conto delle variazioni subite dalle rimanenze e dai lavori interni detratti direttamente.

Lo schema a Valore della produzione e Valore aggiunto si ottiene senza mutare molto la struttura del Conto economico derivante dall'art. 2425 c.c. I ricavi netti di vendita si sommano alla variazione delle rimanenze di prodotti finiti o di prodotti in corso di lavorazione e agli incrementi delle immobilizzazioni dovuti a lavori effettuati in economia per determinare il valore della produzione realizzata, ma non alienata, durante il periodo. Tale aggregato quindi riassume sia valori monetari degli scambi con terze economie nei mercati di sbocco considerati senza sconti e abbuoni, e quindi oggettivi, sia le stime inerenti i valori di quelle scorte che hanno subito in tutto o in parte una lavorazione da parte dell'impresa sia infine i valori dei fattori produttivi utilizzati per la produzione di costruzioni interne allo scopo di detrarli indirettamente dai costi d'esercizio. Il Valore aggiunto si ottiene decurtando il Valore della produzione di tutti i costi sostenuti per l'acquisizione dei fattori cosiddetti «esterni»: le materie prime e affini – tenendo conto della variazione delle rimanenze corrispettive – i servizi e consulenze esterne, il godimento di beni di terzi. Tale valore aggiunto è una misura della ricchezza prodotta internamente che verrà distribuita secondo il loro contributo a:⁹⁴ lavoratori, assetto tecnico-produttivo, conferenti capitale di debito, Amministrazione Finanziaria e infine i conferenti del capitale di rischio. Prescindendo dalla prospettiva redistributiva che la caratterizza, questa configurazione possiede alcuni vantaggi.

A) In aziende con cicli di lavorazione particolarmente lunghi (e.g. commesse pluriennali), i ricavi netti annuali possono essere poco significativi, per cui il valore realizzato durante l'esercizio è maggiormente indicativo dell'attività svolta. Permane l'avvertenza di verificare se poi questo valore prodotto si trasformi periodicamente in ricavi – e a loro volta in flussi monetari – nel medio periodo o se la produzione realizzata rimanga invenduta e contribuisca ad alimentare solo scorte di prodotti senza

⁹³ Lo sconto per pronta cassa si considera normalmente tra gli oneri finanziari anche se esistono posizioni che ne contestano la natura finanziaria qualora sia il portato di usi e consuetudini del settore e non una scelta commerciale precisa dell'impresa. Si veda in proposito M. Barbato Bergamin, *ult.op.cit.*, p. 26.

⁹⁴ Cfr. U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 78-79; M.S. Avi, *op.cit.*, p. 150-151.

domanda.

- B) Offre un'informazione sul grado di integrazione verticale dell'impresa in oggetto, verificando l'incidenza dei costi esterni dovuti ad esempio a fasi di lavorazione esternalizzate, rispetto ai costi del personale e agli ammortamenti. Il confronto con altre imprese dello stesso settore può fornire indicazioni sui diversi modelli di business e sulle scelte strategiche di integrazione verticale, decentramento produttivo o esternalizzazioni di fasi produttive.
- C) Offre la possibilità di calcolare un aggregato di importanza informativa pari all'EBIT. Si tratta del Margine Operativo Lordo (MOL) oppure, utilizzando la denominazione anglosassone, l'EBITDA (da *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Ammortization*) riferito alla gestione caratteristica.

Il MOL si può ottenere all'interno dello schema di Figura 3.12 tramite tre procedimenti equivalenti:

- sottrarre dal Valore aggiunto i costi inerenti il personale (i.e. salari e stipendi, quote TFR, oneri sociali etc.), che sono comunque valori oggettivi in quanto oggetto pagamenti di risorse monetarie e in quanto definiti da contratti stipulati con i lavoratori e dalle norme sul lavoro e la sicurezza sociale;
- eliminare dal calcolo del Costo del venduto gli ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni materiali e immateriali e gli accantonamenti per rischi e oneri futuri;
- aggiungere all'EBIT caratteristico, il valore degli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni effettuati durante l'esercizio.

La presenza all'interno del MOL delle categorie più importanti di costi e ricavi caratteristici unita all'assenza di quei costi che non hanno avuto manifestazione monetaria ma derivano da elementi congetturati ne fanno un indicatore molto diffuso ed utilizzato. L'EBITDA caratteristico infatti è formato da un numero minore di componenti stimate – soggette ad operazioni di *window-dressing* – rispetto all'EBIT caratteristico ed è indicativo del flusso di liquidità che potenzialmente promana dalla gestione caratteristica. Le poste che lo compongono sono flussi di reddito che possono portare, a differenza degli accantonamenti, a movimenti in entrata e uscita di liquidità e quindi a flussi monetari (*cash flow*) il cui ammontare si potrà determinare solo avendo riguardo degli effetti corrispondenti dal lato finanziario: le variazioni di crediti, debiti e rimanenze che formano

il Capitale circolante netto operativo rinvenibile nello Stato patrimoniale funzionale.⁹⁵ Per una definizione dei flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica si dovrà perciò predisporre un'analisi all'uopo dedicata. Nondimeno è possibile apprezzare il ruolo del MOL come punto di congiunzione della dinamica reddituale e della dinamica finanziaria: una sorta di flusso finanziario «grezzo» e potenziale rinvenibile già dal Conto economico.

L'EBITDA riferito alla gestione caratteristica offre inoltre la possibilità di apprezzare il risultato della gestione ottenuto dal management di un'impresa controllata da un'altra società. L'organo direzionale della controllata frequentemente non dispone di tutte le leve di potere per stabilire in autonomia la politica degli ammortamenti da applicare ai cespiti, così come spesso deve subire le decisioni di gestione finanziaria e le politiche di ottimizzazione fiscale infragruppo calate dalla controllante. In questi casi, la costruzione dell'EBITDA offre una espressione più corretta dei risultati di gestione realizzati dal management senza le ingerenze esterne ovvero all'interno di vincoli decisi nei nodi a monte della catena di controllo. La sua elaborazione è frequente anche nella reportistica interna ai gruppi o alle singole divisioni di un'azienda diversificata e multi-business, o con sedi dislocate in diversi paesi, in modo da essere utile come parametro di risultato cui legare la corresponsione della parte variabile della retribuzione o di premi produttivi.⁹⁶

Grazie alle tecniche di *percentage analysis* applicate alle riclassificazioni di Conto economico, si possono confrontare le variazioni assunte nei diversi esercizi degli aggregati più importanti utilizzando come base percentuale per l'analisi verticale il totale dei ricavi netti di vendita. Ad esempio si potranno determinare:⁹⁷

- Incidenza (%) del MOL sulle vendite =
$$\frac{MOL}{Ricavi\ netti\ di\ vendita}$$
- Incidenza (%) del Valore Aggiunto sulle vendite =
$$\frac{Valore\ aggiunto}{Ricavi\ netti\ di\ vendita}$$
- Redditività delle vendite – ROS % (*Return on sales*) =
$$\frac{EBIT\ aziendale}{Ricavi\ netti\ di\ vendita}$$
- ROS della gestione caratteristica – ROS_{car} % =
$$\frac{EBIT\ caratteristico}{Ricavi\ netti\ di\ vendita}$$

⁹⁵ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 80.

⁹⁶ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 131 e p. 155-156.

⁹⁷ Gli indici seguenti sono tratti da due schemi alternativi di scomposizione del ROE presenti in M. Mancin, *La valutazione della performance aziendale attraverso gli indici di bilancio*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 296-356.

Il primo indice restituisce il MOL rapportato al giro d'affari e per la sua doppia natura di flusso economico e *proxy* di flusso finanziario ha un valore segnaletico elevato in merito sia all'efficienza di creazione di valore economico che di potenziale risultato monetario della gestione caratteristica. L'incidenza percentuale del MOL sul fatturato non si limita perciò a dare una misura di risultato economico rispetto alla quantità di vendite realizzate ma fornisce altresì un'indicazione sulla quantità di flussi finanziari potenziali per ogni unità di fatturato netto. La differenza con il secondo rapporto è data dal peso percentuale dei costi del personale. Il peso percentuale del Valore aggiunto, tenendo conto solo dei costi dei fattori "esterni" restituisce una misura della capacità di gestire efficientemente quei fattori sia in rapporto ai loro prezzi d'acquisto che alle quantità utilizzate e può indicare variazioni del grado di esternalizzazione della produzione in rapporto al fatturato. Gli indici di redditività delle vendite, infine, calcolano la quantità di risultati operativi lordi ottenuti con una unità di fatturato netto. Il primo utilizzando l'EBIT aziendale vi include anche i proventi della gestione accessoria-patrimoniale e i proventi finanziari netti, per cui risulta meno significativo per finalità di conduzione gestionale rispetto al secondo che al contrario si concentra solo sul risultato della gestione caratteristica.

Gli indici di composizione del Conto economico non riservano particolari difficoltà di omogeneizzazione, giacché mettono a rapporto flussi economici sia al numeratore che al denominatore riferiti al medesimo periodo. L'analista dovrà invece aumentare il grado di attenzione laddove si appresti a costruire una serie di quozienti che costituiscono, per la loro capacità segnaletica e diffusione, uno degli obiettivi più immediati e significativi della riclassificazione del Conto economico: i quozienti di redditività.

La redditività del patrimonio netto può essere ricavata da valori presenti anche in bilanci non riclassificati:

- Redditività del patrimonio netto - ROE % (*Return on equity*) = $\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto}}$

Dallo Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario si avrà:

- Redditività dell'attivo netto – ROA % (*Return on asset*) = $\frac{\text{EBIT aziendale}}{\text{Totale impieghi}}$

Dallo Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale si avrà:

- Redditività del capitale investito nella gestione caratteristica - ROI caratteristico %

$$(Return\ on\ investment\ gest.\ caratteristica) = \frac{EBIT\ (Risultato\ operativo)\ caratteristico}{Capitale\ investito\ netto\ caratteristico}$$

La redditività è uno degli aspetti che evidenziano il grado di raggiungimento dell'equilibrio economico della gestione aziendale e a ciò si deve il ruolo e la rilevanza che assume all'interno dello schema di *business analysis*. La struttura degli indici di redditività, eccezion fatta come visto per il ROS che si rapporta al fatturato, è tipicamente costituita da un flusso economico al numeratore ed una grandezza fondo al denominatore del quoziente, la quale rappresenta la causa economica del flusso ottenuto: “*da un punto di vista metodologico [...] sono dei semplici rapporti statistici, della sottospecie detta rapporti di derivazione*”.⁹⁸ Considerando ad esempio il ROE, il reddito netto che rimane a disposizione dei soci una volta che siano state detratte tutte le remunerazioni delle altre condizioni produttive rappresenta la profittabilità espressa dal patrimonio netto, ovvero la ricchezza investita dai soci nell'impresa.

Questa proprietà richiede pertanto di considerare la congruità del flusso al numeratore rispetto alla corrispondente grandezza finanziaria patrimoniale presa come causa logico-economica al denominatore, altrimenti il valore segnaletico del rapporto rischia di essere fuorviante in ottica sia descrittiva che predittiva.⁹⁹ Rimanendo all'esempio del ROE, se il patrimonio netto non subisce variazioni è possibile utilizzare il valore di inizio esercizio, considerandolo appunto la misura del capitale di riferimento che ha generato il reddito netto. Qualora durante l'esercizio vi siano state variazioni significative nella pratica si tende ad usare valori medi per la grandezza di stock, in modo da rendere più omogeneo il rapporto. Ancora, qualora l'analista sia in possesso dei dati appartenenti a due esercizi e voglia comunque determinare la variazione del ROE dovrà giocoforza costruire il rapporto sui valori finali di patrimonio netto.

Non rientra tra gli obiettivi di questo elaborato investigare la formazione della redditività aziendale attraverso i numerosi schemi di scomposizione della redditività del patrimonio netto presenti in letteratura e che risentono degli scopi per i quali l'analisi viene condotta. Vale la pena solamente rimarcare come nella costruzione dei *ratios* che esplorano l'equilibrio economico aziendale – così come gli altri aspetti dell'economicità –

⁹⁸ L. Peccati, *Valutazione analitica e sintetica di attività finanziarie*, Cariplo-Laterza, Bari, 1992, p. 12.

⁹⁹ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 382.

si debba fare riferimento alle fonti dei dati: le riclassificazioni dei prospetti contabili. La costruzione di un sistema di indici più o meno ampio e articolato per la spiegazione e interpretazione delle determinanti degli equilibri aziendali ed il processo stesso di interpretazione dei valori che tali quozienti assumono sono intimamente influenzati dalle decisioni di strutturazione delle riclassificazioni e dalle scelte in merito alla suddivisione delle poste nelle varie gestioni. Ancora si deve ricordare come il rendimento in questione sia un rendimento contabile ovvero che proviene da dati contabili, mentre per le aziende quotate sono possibili raffronti e costruzioni di quozienti che mettono a confronto redditi contabili con valutazioni di mercato delle poste di bilancio.

Grazie alle informazioni presenti in Conto economico e Stato patrimoniale è possibile costruire alcuni quozienti riguardanti l'onere finanziario relativo sostenuto dall'impresa che vadano a complementare la rappresentazione finanziaria strutturale dell'indebitamento aziendale vista in precedenza. Qualora si voglia valutare il tasso d'indebitamento per determinare una misura del costo relativo di tali fonti di finanziamento è possibile ricorrere al seguente quoziente:

- $CMCT - \text{Costo medio capitale di terzi} = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Mezzi di terzi}}$

Il costo medio del capitale di terzi, espresso in percentuale e conosciuto anche come *Return on Debt* (ROD), mette in relazione il totale dei costi rilevati in Conto economico ed il totale dei debiti riclassificati secondo il criterio finanziario, senza distinzioni rispetto alla loro natura o scadenza: debiti di funzionamento e di finanziamento a breve o medio lungo termine. Fornisce così una visione dell'onerosità relativa globale delle politiche di finanziamento attuate dall'impresa sia nella sua attività di gestione degli impieghi, sia nella sua attività di reperimento delle fonti.

L'introduzione ex D.Lgs. 139/2015 del criterio del costo effettivo e dell'attualizzazione applicati in particolare alla valutazione dei debiti di natura commerciale e dei finanziamenti infragruppo ha consentito di rendere espliciti e di distribuire proporzionalmente lungo tutta la durata del debito i costi del ricorso all'indebitamento, a prescindere dalle condizioni riportate nel contratto. Ciononostante, il denominatore del ROD rimane comunque costituito da poste eterogenee che sono quindi espressione di diversi fattori al di là dell'andamento dei tassi d'interesse praticati sui mercati dei capitali: la capacità di contrattare debiti e termini di regolamento con i propri fornitori, i rating

espressi dagli intermediari finanziari che accordano prestiti sulla base del processo descritto in apertura di capitolo, il grado di rischio percepito in merito alle scelte di struttura finanziaria (livello di capitalizzazione e composizione delle fonti), derivanti quest'ultime anche da scelte di pianificazione strategica.¹⁰⁰

Una misura dell'onerosità delle fonti di finanziamento parametrata ai soli debiti che esprimono un tasso d'interesse esplicito e che aiuti ad interpretare il tasso d'indebitamento finanziario netto proveniente dalla riclassificazione funzionale dello Stato patrimoniale, si ottiene tramite un altro quoziente:

- Costo dell'indebitamento finanziario netto =
$$\frac{\text{Oneri finanziari} - \text{Proventi finanz.netti}}{\text{Posizione finanziaria netta}}$$

L'utilizzo al denominatore della posizione finanziaria netta, in cui si detrae la consistenza delle attività finanziarie dall'ammontare delle passività finanziarie, fa sorgere la necessità di adeguare per omogeneità il numeratore inserendo il risultato delle due gestioni finanziarie: gli oneri della gestione passiva e i proventi della gestione finanziaria attiva. Trattandosi di un rapporto tra due valori differenziali sarà rilevante anche il segno: del numeratore che può esprimere un rendimento invece di un costo; del denominatore che può esprimere disponibilità finanziarie invece che indebitamento finanziario. Anche per tale motivo, qualora si volesse esprimere un costo medio relativo ai soli debiti di origine finanziaria, da confrontare con il tasso di indebitamento finanziario lordo, occorrerà calcolare il costo corrispondente dato da:

- Costo dell'indebitamento finanziario lordo =
$$\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Debiti finanziari}}$$

La presenza di variabili meno eterogenee al numeratore e denominatore lo rendono più significativo per misurare il sacrificio economico – comunque medio visto che è riferito a scadenze diverse – derivante dal reperimento di risorse finanziarie a titolo di capitale di debito. Inoltre è direttamente confrontabile con i tassi d'interesse passivi praticati sul mercato.

La giustapposizione degli indici che rivelano l'andamento del costo del debito a fianco dei corrispettivi quozienti di indebitamento forniscono le basi per un'interpretazione più

¹⁰⁰ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 324.

completa del ruolo del debito negli equilibri aziendali: da una parte il riflesso sulla situazione finanziaria strutturale e sul livello di rischio che un eccessivo indebitamento comporta; dall'altra l'incidenza sul risultato economico che il servizio del debito impone diminuendo il reddito netto e le remunerazioni per i conferenti di capitale proprio.

Altri indicatori che provengono dalle riclassificazioni del Conto economico per indagare l'equilibrio finanziario riguardano la sostenibilità dell'indebitamento. Il primo di questi mette a confronto gli oneri finanziari pagati a servizio del debito con il flusso reddituale che ha il compito di remunerarli, ovvero l'EBIT aziendale:

- Indice di sostenibilità dell'indebitamento finanziario = $\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{EBIT aziendale}}$

Questo rapporto confronta due flussi economici e mostra quanta parte del risultato operativo (EBIT) aziendale dev'essere utilizzato per il pagamento degli oneri inerenti l'indebitamento, determinando una situazione di preoccupazione laddove il rapporto ecceda la soglia del 20-30%.¹⁰¹

In aggiunta alla capacità di remunerare il fabbisogno finanziario coperto con finanziamenti onerosi si valuta la capacità di restituire le risorse finanziarie date a prestito tramite l'indice di copertura reddituale lorda che mette a rapporto la posizione finanziaria netta e l'EBITDA, mostrando idealmente quanti esercizi servirebbero per coprire l'indebitamento finanziario netto con un flusso reddituale lordo pari a quello realizzato.

- Indice di capacità di copertura reddituale lorda = $\frac{\text{Posizione finanziaria netta}}{\text{EBITDA o MOL}}$

L'EBITDA al denominatore può riferirsi al MOL calcolato in precedenza per la sola gestione caratteristica, oppure può riferirsi alla totalità dei ricavi e costi aziendali: sarà costituito dall'EBIT aziendale diminuito degli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni. Il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto e il flusso monetario potenziale proveniente dalla gestione (caratteristica) è un indicatore che viene utilizzato in particolare dagli intermediari finanziari per valutare se il risultato economico della gestione aziendale non influenzato da interessi, tasse, ammortamenti (e

¹⁰¹ *Idem*, p. 372.

dai risultati delle gestioni accessorie) è tale da sostenere e diminuire nel corso del tempo il ricorso netto a fonti esterne. Per questo si considera importante più l'analisi dell'andamento e la valutazione del trend nel medio periodo, piuttosto che il valore puntuale assunto in un dato esercizio, purché questo non superi il valore di 4 o 5 (volte il MOL). Il suo utilizzo era dato dalla considerazione che il MOL aveva di *proxy* del flusso di cassa derivante dall'attività tipica d'impresa e pertanto, in condizioni di assenza del Rendiconto finanziario, era più semplice da determinare per un analista esterno.¹⁰²

Una considerazione comune ai rapporti di derivazione e agli indici presentati in precedenza risiede ancora una volta nella loro costruzione che associa elementi provenienti da prospetti contabili con differenti dimensioni temporali: statica o istantanea per i valori patrimoniali e dinamica per i valori reddituali. I valori provenienti dallo Stato patrimoniale risentono anche in maniera critica della loro collocazione in un preciso istante temporale. Una società può sfruttare il fatto di pagare i fornitori il giorno successivo la data di riferimento del bilancio per far apparire una posizione finanziaria netta minore rispetto ad un livello totale di mezzi di terzi, determinando minori valori del tasso d'indebitamento finanziario netto. Al contrario l'onere corrispettivo risulterà relativamente più alto e questo può costituire per l'analista un segnale della necessità di confrontare più misure fra loro, in modo da evitare giudizi sommari. Si reitera perciò la raccomandazione di utilizzare, quando possibile, valori al denominatore che non siano riferiti solo ad un determinato istante. Gli oneri finanziari – ma questo vale per tutti i dati del Conto economico – derivano dal costo sostenuto durante tutto l'esercizio per l'utilizzo del denaro prestato per cui il raffronto andrebbe costruito su valori medi delle consistenze al denominatore il quale, data la predisposizione alla fluttuazione durante l'esercizio, dovrebbe essere rilevato a scadenze ravvicinate (mensili o bimensili). L'analista esterno potrà in genere calcolare la semisomma dei valori di fine esercizio mentre l'analista interno potrà costruire indici partendo da medie ponderate e quindi più rappresentativi di una realtà aziendale che è in continuo divenire. Se questo è chiaramente possibile per valori quali mezzi di terzi e la posizione finanziaria netta, per la cui elaborazione si necessita di pochi dati sul passivo disponibili a partire dagli scadenzari e dagli estratti conto, più complesso è l'adeguamento degli altri quozienti che

¹⁰² Cfr. M.S. Avi, *op.cit.*, p.252; U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 372-373.

incorporino grandezze quali il patrimonio netto, il capitale investito (complessivo o netto) o le sole rimanenze, giacché si necessiterebbe un'operazione di assestamento e chiusura dei conti di rado realizzabili con la frequenza desiderata ed in maniera conveniente.¹⁰³

Le riclassificazioni proposte si basano su strutture formali del Conto economico che si differenziano con gradi diversi da quella per natura della spesa accolta dal Codice civile e si avvicinano maggiormente al modello di Conto economico, alternativo e consentito dalla direttiva 2013/34/UE, basato su una suddivisione per funzione della spesa. Come detto in precedenza, lo schema a Valore della produzione e Valore aggiunto si discosta meno dalla struttura prevista dalla norma civile, il cui difetto principale risiede comunque nella commistione impropria di elementi reddituali provenienti dalla gestione caratteristica ed extracaratteristica all'interno delle singole voci di bilancio.

Figura 3.13 - Struttura del Conto economico per funzione della spesa di cui all'art. 13

1. Ricavi netti delle vendite e delle prestazioni.
2. Costo del venduto (comprese le rettifiche di valore).
3. Utile/perdita lordo/a.
4. Costi di distribuzione (comprese le rettifiche di valore).
5. Costi di amministrazione (comprese le rettifiche di valore).
6. Altri proventi di gestione.
7. Proventi da partecipazioni, specificando quelli derivanti da imprese affiliate.
8. Proventi da valori mobiliari e crediti compresi nelle immobilizzazioni, specificando quelli derivanti da imprese affiliate.
9. Altri interessi e proventi assimilati, specificando quelli derivanti da imprese affiliate.
10. Rettifiche di valore relative ad immobilizzazioni finanziari, nonché a valori compresi nell'attivo circolante
11. Interessi ed oneri assimilati, specificando quelli riguardanti imprese affiliate.
12. Imposte sull'utile o sulla perdita.
13. Utile/perdita al netto delle imposte.
14. Altre imposte non comprese nelle voci da 1 a 13.
15. Utile/perdita di esercizio.

Fonte: Direttiva 2013/34/UE - Allegato V

Basandosi sullo schema riclassificatorio a Ricavi e Costo del venduto, la struttura del conto economico per funzioni di spesa prevista dalla direttiva contabile e illustrata in Figura 3.13, risulta ancor più incisiva nella separazione dei costi riconducibili alla

¹⁰³ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 413-414.

gestione caratteristica d'impresa. Essi infatti vengono separati in tre distinte categorie:

- il costo del venduto, che identifica i costi dei fattori impiegati dai processi di trasformazione produttiva relativi all'attività tipica d'impresa (e.g. materie prime, servizi, personale adibito alla produzione, ammortamenti impianti produttivi, etc.);
- i costi di distribuzione, che raccolgono i costi connessi ai processi di commercializzazione del prodotto finito, tra cui ad esempio: le provvigioni degli agenti e rappresentanti, le perdite sui crediti verso clienti, la spese di pubblicità che non possono più essere capitalizzate, le consulenze di marketing;
- i costi di amministrazione, che riassumono quelle spese per la struttura amministrativa di supporto (e.g. onorari del general manager, la segreteria di amministrazione, le consulenze fiscali e legali).

Si lascia inoltre la possibilità di ricomprendere nella voce 6. Altri proventi di gestione i ricavi provenienti dalla gestione accessoria mentre l'elenco delle ultime nove voci è identico in entrambe le strutturazioni proposte. Una struttura siffatta offre un'applicazione del criterio di destinazione funzionale con un dettaglio maggiore e la possibilità di pervenire a riclassificazioni secondo lo schema di Ricavi e Costo del venduto più ricche di informazioni rispetto a quelle realisticamente ottenibili da un analista esterno, stante la povertà del corredo informativo offerto ad integrazione del prospetto della situazione economica aziendale.

La struttura del Conto economico a Ricavi e Costo del venduto è nelle sue numerose varianti estesamente utilizzata anche nel mondo anglosassone,¹⁰⁴ ma in particolare viene considerata la forma d'elezione per le riclassificazioni gestionali.¹⁰⁵ Confrontando la formulazione di Conto economico utilizzata dal Sistema Informativo Integrato e riprodotta in Tabella 3.14 si riconosce lo schema testé visionato e la suddivisione fra gestione caratteristica e gestione extracaratteristica. Vi sono inoltre due ordini di integrazioni che ne costituiscono la peculiarità: una maggiore analiticità delle voci e l'inserimento di alcune poste di analisi estranee agli schemi riclassificatori precedenti.

In merito al primo punto si può notare che il reddito della gestione caratteristica viene denominato anche *Gross Operating Profit (GOP)* ed è il risultato della detrazione dai ricavi

¹⁰⁴ Si veda ad esempio: D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *Intermediate Accounting*, cit., p. 162-168.

¹⁰⁵ P. Collini, *Analisi dei costi. Un approccio orientato alle decisioni*, cit., p. 18-25.

netti caratteristici di una serie di costi, anch'essi riguardanti la gestione caratteristica, ma distinti in aree diverse.

Tabella 3.14 - Conto economico riclassificato secondo il Sistema Informativo Integrato

Gestione caratteristica		31/12/N
Ricavi caratteristici		a)
(Costo del venduto (CoS))		b)
+	Consumi di materie prime (Rim. Iniziali + Acquisti - Rim. Finali)	
+	Consumi di materie sussidiarie (Rim. Iniziali + Acquisti - Rim. Finali)	
+	Consumi di semilavorati di acquisto (Rim. Iniziali + Acquisti - Rim. Finali)	
+	Ammortamenti produttivi	
+	Salari produttivi	
+	TFR produttivi	
+	Altri costi industriali	
+	Altri costi di natura produttiva	
-	(Costruzioni interne)	
+	Rimanenze iniziali di prodotti in corso di lavorazione	
-	(Rimanenze finali di prodotti in corso di lavorazione)	
+	Rimanenze iniziali di semilavorati di produzione	
-	(Rimanenze finali di semilavorati di produzione)	
=	COSTO DEL PRODOTTO FINITO	
+	Rimanenze iniziali di prodotti finiti	
-	(Rimanenze finali di prodotti finiti)	
+	Rimanenze iniziali di merci	
+	Acquisto di merci	
-	(Rimanenze finali di merci)	
=	COSTO DEL PRODOTTO VENDUTO (COST OF SALE)	
UTILE LORDO INDUSTRIALE (GROSS PROFIT)		A = (a-b)
(Costi di amministrazione)		c)
(Costi commerciali)		d)
(Costi di ricerca e sviluppo)		e)
(Overhead cost)		f)
REDDITO OPERATIVO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA (GROSS OPERATING PROFIT)		B = A-(c+d+e+f)
Gestione non caratteristica		
Ricavi della gestione patrimoniale		g)
(Costi della gestione patrimoniale)		h)
Ricavi della gestione finanziaria		i)
REDDITO OPERATIVO		C = B+(g-h+i)
(Costi della gestione finanziaria)		l)
Ricavi della gestione non caratteristica per definizione		m)
(Costi della gestione non caratteristica per definizione)		n)
REDDITO ANTE IMPOSTE		D = C+(m-l-n)
(Costi della gestione tributaria)		p)
«REDDITO NETTO» D'ESERCIZIO		E = D-p

Fonte: Adattamento da M.S. Avi (2017, p. 124 e 127)

La prima area riguarda i costi sostenuti per la produzione effettivamente venduta: il costo del prodotto venduto o *Cost of Sale*. In un'azienda di produzione manifatturiera il cui prodotto è costituito da beni fisici all'interno di quest'area tipicamente troveremo i consumi di materie prime, sussidiarie, di consumo, semilavorati d'acquisto e qualsiasi fattore materiale entri nella lavorazione del prodotto. Il consumo effettivo a valore di ogni tipologia merceologica di fattore si ottiene dalla somma delle rimanenze iniziali e degli acquisti, una volta sottratte le rimanenze a fine esercizio. Distinti secondo la loro natura verranno successivamente addizionati: il costo del personale comprensivo del TFR, i servizi utilizzati (e.g. lavorazioni esterne, sub-appalti), i costi per i leasing di macchinari, i canoni e fitti passivi, le quote di ammortamento per gli impianti, fabbricati, attrezzature e di seguito tutte le voci di spesa che abbiano contribuito alla lavorazione del prodotto. A questo punto, l'analista deve essere edotto del fatto che se una parte di questi costi sostenuti sono serviti alla costruzione in economia di un cespite che è stato o sarà capitalizzato, quei costi non dovranno comparire all'interno del rendiconto altrimenti il costo del prodotto realizzato e venduto risulterebbero gonfiati da una parte di produzione non realizzata per il mercato. Una volta determinati, questi costi dovranno essere detratti indirettamente tramite una voce apposita: le costruzioni interne.

I processi produttivi, alla data di riferimento del bilancio, potranno essere ancora in corso per cui la determinazione del costo totale del prodotto finito necessita l'aggiunta delle rimanenze iniziali e la defalcazione delle rimanenze finali di tutti quei manufatti *work in progress* (WIP) che non abbiano terminato il ciclo di produzione: semilavorati di produzione e prodotti in corso di lavorazione. Allo stesso modo si dovrà effettuare un procedimento analogo per passare dal costo del prodotto finito, ossia completato, al prodotto venduto. Nel caso l'azienda non fosse di produzione ma commerciale, i costi relativi a quest'area sarebbero qualitativamente diversi (e.g. stipendi del solo personale e strutture di magazzino) e la parte rilevante sarebbe data dal consumo delle merci acquistate, inteso e computato in maniera analoga al consumo di materiali.

Il primo risultato o margine lordo che si ottiene deducendo dai ricavi netti di vendita il costo del prodotto venduto è denominato utile lordo industriale o *Gross Profit* e dà una prima importante misura del risultato della sola attività produttiva, industriale o commerciale. È importante notare che questa sezione si deve adattare alle caratteristiche precipue dell'attività svolta dall'azienda sia essa di produzione di beni, erogazione di servizi, attività commerciale o di tipo professionale, in modo da soddisfare le esigenze

informative di ricerca delle cause di un determinato risultato economico. In questa fase, come nelle altre di costruzione del conto economico gestionale, il *know-how* del management e del personale dell'impresa risulta oltremodo indispensabile per l'adattamento dello schema logico generale alle caratteristiche della produzione economica svolta dall'impresa.

La conoscenza contestualizzata delle voci di costo e del loro contenuto si riverbera anche nella loro attribuzione alle altre classi di costi caratteristici. Le spese di rappresentanza sono un esempio in tal senso: possono essere ricomprese fra i costi commerciali se dirette unicamente alla clientela, o più propriamente fra i costi di amministrazione qualora riguardino una platea più ampia (e.g. omaggi a fornitori, banche, testimonial). Anche voci di costo extracaratteristiche come le differenze attive e passive su cambi, le quali per convenzione comune vengono ricomprese all'interno della gestione finanziaria, possono essere considerate poste caratteristiche nel contesto di una formulazione particolare del SII riferita ad un'impresa fortemente internazionalizzata e con frequenti scambi in altre valute. Le differenziazioni in linea generale sono pertanto poco significative se non confrontate con il contesto economico cui si applicano e con il *modus operandi* della specifica entità aziendale.

Una volta determinato il costo del venduto si passa a considerare le altre aree connesse alla produzione e rientranti nella gestione caratteristica in quanto contribuiscono in maniera diretta o come attività di supporto alla medesima catena del valore. Saranno riuniti e mostrati separatamente i costi di varia natura (e.g. personale, consumi di materiali, ammortamenti cespiti, servizi commissionati, etc.) relativi alla commercializzazione del prodotto, e relativi all'amministrazione in generale. Rispetto alle formulazioni classiche il SII però prevede, facoltativamente l'esposizione separata di due aree particolari di costi caratteristici:

- l'area dei costi di ricerca e sviluppo, che in alcune realtà può trovarsi confusa all'interno dell'area di produzione, è utile che sia trattata separatamente qualora l'azienda investa in maniera significativa per realizzare internamente innovazioni di prodotto e processo o qualora si vogliano monitorare i processi critici per la creazione di vantaggi competitivi futuri;
- l'area degli *Overhead Cost*, che individua dei costi non effettivamente sostenuti dall'impresa ma inseriti in via extracontabile all'interno del conto economico

gestionale dalla controllante o dalla casa madre nell'ambito di gruppi di imprese o rete di filiali dislocate in diversi paesi.

Gli *Overhead Cost* riassumono una serie di oneri che la *holding* ha sostenuto per attività realizzate di cui essa ritiene abbiano beneficiato anche le controllanti e che possono riguardare ad esempio: attività di analisi e definizione delle strategie; gestione del personale a livello dirigenziale più elevato; gestione delle politiche finanziarie e tributarie infragruppo; ricerche di mercato o attività di marketing istituzionale (*corporate communications*) rivolte non ad un prodotto preciso ma alla promozione dell'immagine globale del marchio o del gruppo. La presenza di questi costi è decisa nel suo ammontare globale e nei parametri utilizzati per l'attribuzione *pro quota* alle consociate, ad un livello decisionale più alto ed ha la funzione di ricomprendere nella composizione del risultato economico caratteristico una serie di componenti negative che l'azienda avrebbe probabilmente sostenuto qualora fosse stata un'entità aziendale singola e non parte di un gruppo. La particolarità degli *Overhead Cost* risiede nel non avere riflessi economici o finanziari nel bilancio d'esercizio civilistico ma solamente ai fini dell'analisi gestionale condotta internamente e che, in quanto tale, non ha rilevanza nei rapporti con i soci o gli altri stakeholder. Costoro obietterebbero sicuramente sulla non correttezza del calcolo di un risultato che accolga poste di spesa non sostenute, che non avranno manifestazione finanziaria e men che meno rispettose dei principi contabili di redazione del bilancio d'esercizio. In presenza di *Overhead Cost*, il valore del «reddito netto» d'esercizio – in effetti opportunamente messo fra virgolette – si discosterà da quello evidenziato nel bilancio d'esercizio redatto secondo le norme del Codice civile.¹⁰⁶

La gestione caratteristica otterrà la misura del proprio risultato operativo attraverso la detrazione dal margine lordo industriale dei costi relativi alle quattro aree caratteristiche suesposte. Il GOP sarà pertanto l'omologo all'interno del Sistema informativo integrato dell'EBIT caratteristico visto in precedenza. Qualora si volesse pervenire al valore del MOL basterà diminuire il GOP dell'ammontare degli ammortamenti, delle svalutazioni e degli accantonamenti per fondi rischi ed oneri.

La gestione extracaratteristica delineata nel SII è anch'essa contraddistinta da peculiarità rispetto agli schemi precedenti e, dato il carattere di stretta integrazione che

¹⁰⁶ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 125.

contraddistingue l'elaborazione analitica proposta dalla Avi, si ricollega alle caratteristiche dello Stato patrimoniale riclassificato secondo il SII (Tabella 3.8). La cosiddetta «gestione operativa» definita come complesso di elementi reddituali provenienti dagli impieghi dei fattori produttivi facenti parte del Capitale investito è formata nella sua porzione extracaratteristica dalla gestione patrimoniale e dalla gestione finanziaria attiva. La prima individua i costi e ricavi provenienti dall'Attivo a breve e a lungo termine patrimoniale, mentre la seconda deriva dai ricavi provenienti dai crediti di natura finanziaria, ossia dalle Liquidità differite finanziarie e dall'Attivo a lungo termine finanziario. La composizione dei due aggregati risulta diversa rispetto alle categorie dei proventi accessori-patrimoniali netti e dei proventi finanziari netti. La gestione patrimoniale, infatti, somma elementi di costo e ricavo provenienti sia da investimenti accessori reali che inerenti strumenti finanziari (sia partecipazioni che titoli), mentre la gestione finanziaria attiva non comprende elementi di costo al suo interno che non derivino da crediti. Vi rientreranno quindi gli interessi attivi riscossi da conti correnti bancari o da finanziamenti concessi mentre le cedole percepite su un titolo di stato saranno ricomprese nei ricavi della gestione patrimoniale, assieme ad esempio ai fitti attivi relativi ad un fabbricato civile estraneo all'attività produttiva tipica.

Il Reddito operativo che scaturirà dalla somma algebrica del GOP e delle gestioni patrimoniale e finanziaria attiva, oltre alla presenza eventuale degli *Overhead Cost*, è costitutivamente differente dall'EBIT aziendale. In aggiunta alla gestione finanziaria passiva, che deriva dalle poste del passivo a breve e medio lungo finanziario, e ai costi tributari il Reddito operativo non comprenderà al suo interno un altro coacervo peculiare di componenti reddituali: i ricavi ed i costi non caratteristici per definizione. Durante l'analisi dello Stato patrimoniale riclassificato secondo il SII si erano notati elementi eccentrici e trattati in maniera separata rispetto agli altri impegni anche per il loro carattere residuale rispetto al criterio di classificazione scelto: si trattava dei crediti (di breve o medio-lungo termine) non caratteristici per definizione e delle Voci a sé stanti. Allo stesso modo, tutte le sopravvenienze o insussistenze attive e passive rilevate nell'esercizio a seguito del concretizzarsi degli eventi che hanno prodotto le Voci a sé stanti rilevate in dare o avere, o ancora le minusvalenze e plusvalenze riconducibili ad operazioni che non sono considerate parte della gestione caratteristica, trovano nella gestione non caratteristica per definizione la loro collocazione all'interno del SII.

Nonostante questa particolare categoria di componenti di reddito possa evocare per la

sua composizione interna quella che prima della riforma *ex* D.Lgs. 139/2015 veniva denominata «sezione straordinaria» del Conto economico, da essa si differenzia in maniera netta con riguardo al criterio di attribuzione: l'estraneità dell'onere o provento dalla gestione caratteristica – non dalla gestione ordinaria.

Si è già diffusamente descritto nel capitolo precedente di quanto la distinzione fra gestione ordinaria e straordinaria fosse fonte di ambiguità pratica e concettuale tanto da portare ad un suo abbandono da parte del legislatore. All'interno della disamina della distinzione degli oneri e proventi d'esercizio strumentale ad un'analisi del risultato economico per l'interpretazione e l'apprezzamento della gestione trascorsa, l'operazione di discernimento fra elementi che possono rientrare nel novero delle scelte routinarie e afferenti alla realizzazione e vendita dell'offerta aziendale risulta più agevole. Innanzitutto, la definizione delle operazioni caratteristiche è sicuramente un processo contornato da un grado di soggettività necessaria alla contestualizzazione dell'attività principale di un sistema complesso come un'azienda di produzione. Secondariamente, la caratteristica del SII conduce ad una necessaria qualifica comune di tutti quegli accadimenti che generano sia variazioni finanziarie sia variazioni economiche. Pertanto, se la vendita di un impianto produttivo veniva distinta dalla norma vigente nel periodo *ante* riforma come facente parte dell'attività ordinaria o meno a seconda che fosse mera sostituzione di impianto o derivante da una ristrutturazione produttiva, all'interno degli scopi di una riclassificazione gestionale questa sarà normalmente vista come un disinvestimento di un cespite che, sia pure utilizzato per fini produttivi, non rientra all'interno dell'attività per la quale l'azienda è stata creata. Pertanto una ipotetica minusvalenza generata dalla cessione dell'impianto, che secondo l'art. 2425 c.c. andrebbe ricompresa nella voce B.14 oneri diversi di gestione andando a formare l'aggregato Differenza fra valore e costi di produzione, sarà invece defalcata dal risultato operativo caratteristico e *tout court*, andando a comporre un aggregato a parte. S'intende come la presenza di costi e ricavi non caratteristici per definizione di ammontare elevato costituisca tema di analisi separata da parte dell'analista interno e dell'organo amministrativo, che però non ne terrà conto ai fini dell'apprezzamento della gestione caratteristica, compresa la *ratio analysis*.

In effetti, l'utilizzo del concetto di separazione della gestione non caratteristica per definizione può avere ricadute sulla costruzione dei quozienti per l'analisi economico-finanziaria. Riprendendo un esempio proposto nel SII si utilizza, al posto dell'indice di

sostenibilità dell'indebitamento finanziario, il suo reciproco denominato indice di tensione redditual-finanziaria (*times-interest-earned ratio* o *interest-coverage ratio*):¹⁰⁷

- Indice di tensione redditual-finanziaria =
$$\frac{EBIT}{\text{Oneri finanziari}}$$

L'interpretazione rimane la stessa della precedente versione: quanto più alti sono gli oneri finanziari legati al servizio del debito rispetto al flusso reddituale che dovrà remunerarli, minore sarà il valore dell'indice e più alto il rischio che le risorse create al numeratore non riescano in futuro ad assorbire i fabbisogni descritti al denominatore. Qualora però l'EBIT sia costituito da poste che non sono parte della gestione tipica ma includono, in aumento o diminuzione, eventi imprevedibili, di ammontare anormale o correzioni di stime ed errori provenienti da esercizi passati, il valore segnaletico associato all'indice diminuisce considerevolmente. Pertanto un indice analogo costruito scorporando le poste non caratteristiche per definizione, potrà essere il seguente:

- Indice di tensione redditual-finanziaria «rettificato» =
$$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Oneri finanziari}}$$

Il Reddito operativo nel SII, infatti, altro non è se non l'EBIT aziendale rettificato dagli elementi non caratteristici per definizione e quindi maggiormente significativo per valutare la capacità nel tempo dell'impresa di sostenere il pagamento degli oneri finanziari poiché non influenzato da una serie di poste estranee all'attività ricorrente. Essendo il reciproco dell'indice di sostenibilità dell'indebitamento finanziario i valori ritenuti empiricamente accettabili sono compresi fra 3 e 5 (volte gli oneri finanziari).¹⁰⁸

Notando la particolarità del SII di integrare elementi di valutazione provenienti non solamente dai valori del bilancio dell'azienda in oggetto e di modulare la costruzione dei prospetti contabili alle peculiarità dell'attività svolta, si può affermare come la costruzione di un *report* gestionale produce anch'essa uno schema di rappresentazione della realtà necessariamente incompleto rispetto a tutte le possibili relazioni individuabili e dotato di caratteristiche che discendono direttamente dai presupposti che si adottano.

¹⁰⁷ Cfr. D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 787; C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *op.cit.*, p. 73.

¹⁰⁸ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 444-445.

Le ipotesi e le scelte alla base della costruzione, secondo gli obiettivi conoscitivi che si vogliono perseguire, determinano quale tra le differenti e variegate prospettive di approfondimento possibili si vuole sviluppare come supporto per il processo decisionale. La chiarezza dell'analista in merito agli scopi dell'analisi e ai presupposti alla base della rappresentazione sono pertanto indispensabili ai fini dell'utilizzo corretto dello strumento informativo e dei dati che in esso vengono strutturati.¹⁰⁹

3.5 Il fabbisogno di finanziamento del capitale circolante netto operativo ed i diversi cicli aziendali

Il capitale circolante netto operativo (CCNO) proveniente dalla riclassificazione dello Stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale ed il capitale circolante netto (CCN) "finanziario" calcolato per l'appunto in seno alla riclassificazione secondo il criterio di liquidabilità delle poste, condividono alcune affinità: la rilevanza che i due margini rivestono nell'analisi statica di bilancio, la focalizzazione sul breve termine e sui fattori produttivi a fecondità semplice e la natura di margine di contrapposizione calcolato su quantità stock afferenti sia all'attivo che al passivo di Stato patrimoniale.

Gli elementi che li differenziano sono altrettanto evidenti nella difformità di composizione ed in alcune particolari componenti comuni. Le rimanenze, ad esempio, sono parte costitutiva di entrambi gli aggregati ma se nel CCNO non vi son dubbi sulla loro attinenza alla gestione caratteristica, la loro integrale presenza fra le attività a breve termine del CCN è frutto di una convenzione semplificatrice, adottata diffusamente, piuttosto che dell'applicazione rigorosa del criterio di classificazione. Ragionamento identico a ruoli invertiti per quanto riguarda le disponibilità liquide: rappresentano indiscutibilmente l'aggregato più liquido per definizione, tuttavia sono espunte dal CCNO a causa della mancata separazione fra il ruolo di fattore produttivo della liquidità e il ruolo di attività finanziaria e flusso potenziale di pagamento disponibile per l'adempimento di obbligazioni pecuniarie.

Le diverse composizioni del CCN e del CCNO – riportate in Tabella 3.15 – rispecchiano la loro diversa funzione segnaletica che deriva a sua volta dalla diversità del criterio logico utilizzato per la costruzione degli aggregati: il tempo nel primo caso e la destinazione

¹⁰⁹ P. Collini, *op.cit.*, p. 25-26.

funzionale nel secondo. Dal confronto delle poste è altrettanto evidente come il CCNO sia un sottoinsieme proprio del CCN, di cui raggruppa gli elementi di natura non-finanziaria senza aggiungervi ulteriori componenti eterogenee.

Tabella 3.15 – Confronto della composizione tra CCN e CCNO

CCN = Attivo Corrente – Passivo Corrente	CCNO = Attivo Corrente Operativo – Passivo Corrente Operativo
<i>ATTIVO CORRENTE</i>	<i>ATTIVO CORRENTE OPERATIVO</i>
Disponibilità liquide	
Attività finanziarie a breve	
Crediti a breve termine (tutti) Ratei e risconti attivi (quota a breve)	Crediti v/clienti Crediti diversi a breve termine Ratei e risconti attivi (solo operativi – quota a breve)
Rimanenze	Rimanenze
<i>PASSIVO CORRENTE</i>	<i>PASSIVO CORRENTE OPERATIVO</i>
Debiti v/soci, banche e altri finanziatori a breve termine Mutui passivi (quota a breve) Obbligazioni (quota a breve) Debiti rappresentati da titoli di credito Ratei e risconti passivi finanziari (quota a breve)	
Debiti tributari e v/istituti di previdenza e sicurezza sociale	Debiti tributari e v/istituti di previdenza e sicurezza sociale
Debiti v/fornitori Debiti diversi a breve termine Acconti da clienti Fondi rischi e oneri (quota a breve) Fondo TFR (quota a breve) Ratei e risconti operativi (tutti - quota a breve)	Debiti v/fornitori Debiti diversi a breve termine Acconti da clienti Fondi rischi e oneri (quota a breve) Fondo TFR (quota a breve) Ratei e risconti operativi (quota a breve)

Fonte: Elaborazione personale

Il CCN associa alle voci che lo compongono una funzione nell'immediato futuro data dalla produzione di entrate o uscite di flussi di cassa. Il segno positivo del CCN, associato a valori congrui degli indici di disponibilità, tesoreria e liquidità, restituisce una prospettiva futura meno incerta anche in caso di perturbazioni ambientali. Le cause che hanno portato alla genesi delle poste attive e passive non rilevano in questa sede ma in ambiti diversi, quali l'analisi dei flussi di cassa e la predisposizione di budget e programmi

aziendali. L'informazione integrativa fornita dal CCN riguarda la situazione dei rapporti fra impieghi e fonti con prospettiva statica di breve termine che l'impresa ha raggiunto nell'istante in cui si effettua l'analisi. In altri termini si vuole appurare se le scelte gestionali hanno portato alla data di redazione del bilancio ad una composizione di fonti e impieghi tale per cui, nel breve termine, esiste una base di partenza che consenta di elaborare le decisioni e azioni future e di sviluppare le strategie di lungo andare senza dover intervenire nell'immediato a correzione di una situazione squilibrata e foriera di rischi di solvibilità.

Il CCNO invece, essendo privo di poste di origine finanziaria, valuta i rapporti esistenti tra le voci contabili originate direttamente dall'insieme di accadimenti inerenti l'impiego delle risorse in fattori produttivi, il loro utilizzo per la produzione di beni e l'erogazione di servizi e la collocazione sul mercato dei beni e servizi realizzati. Un suo valore ridotto o addirittura negativo restituisce una visione che di primo acchito è controintuitiva ovvero la necessità di minori risorse richieste dalle operazioni ciclicamente ricorrenti. La sua visione, ancorché statica in modo analogo al CCN, si rivolge unicamente all'aspetto retrospettivo della gestione: quali saranno gli effetti finanziari futuri a breve non è possibile dire secondo il criterio con cui è stato costruito il CCNO e per questo possiede un valore minore dal punto di vista della conduzione aziendale prospettica per il manager. Costui però può ricavare un'altra informazione, non proveniente dal CCN: la valutazione di quanto le operazioni implementate a seguito dei processi decisionali, così come sono stati svolti ed interpretati da parte della struttura organizzativa, abbiano creato una necessità di reperimento di coperture.

L'analisi dei piani di investimento in beni strutturali e le politiche finanziarie di remunerazione del capitale proprio e di restituzione del capitale di terzi assoceranno alla precedente situazione i propri effetti sull'ammontare totale di capitali da reperire. Utilizzando una prospettiva di statica comparata e studiando le variazioni del CCNO nei diversi esercizi si possono ricavare le quantità di risorse finanziarie assorbite o rilasciate dalla gestione caratteristica. Qualora la variazione di CCNO calcolata in due istanti successivi si sia rivelata negativa, la richiesta di coperture proveniente dall'attività tipica diminuisce e una parte delle risorse finanziarie reperite per coprire il fabbisogno della gestione operativa corrente vengono liberate dal vincolo di destinazione. La liberazione dal vincolo d'investimento in CCNO sarà stata causata nel dettaglio da:

- a) un aumento dei debiti operativi;
- b) una diminuzione delle rimanenze;
- c) una diminuzione dei crediti operativi.

La causa *sub a)* produce una diminuzione delle risorse finanziarie richieste per il pagamento delle forniture ordinate: i fornitori dell'azienda concedono, per ragioni tra le più eterogenee, maggiore credito all'impresa la quale non deve necessariamente impegnare capitali onerosi per pagare immantinentemente il fornitore e ha la facoltà di utilizzare per il saldo del debito di fornitura una parte degli incassi che matureranno nel corso del periodo di dilazione accordata. Si potrà indagare come si sono modificati i termini di pagamento dei fornitori calcolando i giorni medi di durata del debito nei loro confronti. A tal fine si danno due possibili formulazioni equivalenti dell'indice di durata media dei debiti:

- DMD – Indice di durata media debiti =
$$\frac{\text{Debiti commerciali}}{(\text{Acquisti} + \text{IVA sugli acquisti}) / 360}$$
- DPO – Days Payable Outstanding =
$$\frac{\text{Debiti verso fornitori} / (1 + \% \text{ IVA})}{\text{Acquisti di beni e servizi}} \times 360$$

Le necessità di omogeneizzare la grandezza al numeratore che riguarda una posta finanziaria statica comprensiva dell'IVA e la grandezza al denominatore che registra il flusso di acquisti di beni e servizi nel periodo si associa alla necessità di tener conto di valori medi al numeratore: semisomma dei valori iniziale e finale rinvenibili in bilancio per l'analista esterno oppure medie ponderate costruite su valori più frequenti per l'analista interno. In questo modo si ottiene nella formulazione del DMD un debito commerciale medio derivante dagli acquisti giornalieri ovvero il reciproco della rotazione degli acquisti in un anno commerciale.¹¹⁰

La causa *sub c)* sarà specularmente opposta alla precedente: diminuendo il credito concesso ai clienti l'impresa riceve relativamente in anticipo incassi che possono essere riutilizzati nei cicli aziendali successivi. La dilazione accordata al cliente, oltre all'assunzione di un rischio di mancato o ritardato pagamento sempre presente con diversa gradazione in ogni rapporto creditorio, costituisce per la struttura di

¹¹⁰ Cfr. M.S. Avi, *op.cit.*, p. 263-264; U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 333.

trasformazione economico-finanziaria aziendale una privazione di una condizione produttiva altamente fungibile, costosa e scarsa. Per verificare i termini di pagamento accordati ai clienti, il cui andamento si confronterà con quello rispettivo del DMD, avremo a disposizione due possibili formulazioni dell'indice di durata media dei crediti:

- DMC – Indice di durata media crediti =
$$\frac{\text{Crediti commerciali al lordo del FSC}}{(\text{Ricavi caratteristici} + \text{IVA sulle vendite})/360}$$
- DSO – Days Sales Outstanding =
$$\frac{\text{Crediti verso clienti}/(1 + \% \text{ IVA})}{\text{Ricavi di vendita}} \times 360$$

Rispetto alle medesime avvertenze di omogeneizzazione rilevate in precedenza, per i crediti si aggiunge la considerazione, evidenziata esplicitamente nella prima versione dell'indice, di inserire l'ammontare dei crediti verso clienti al lordo del fondo di svalutazione corrispondente per evitare di mostrare un valore artificialmente più contenuto. I crediti con difficoltà d'incasso vanno mantenuti nel calcolo della durata media fino al momento della ricezione del pagamento o dello stralcio per sopravvenuta impossibilità proprio per evidenziare gli effetti negativi che insorgono sui fabbisogni finanziari da colmare dalla bassa qualità del credito commerciale concesso e l'inaffidabilità del cliente.¹¹¹ Già si è detto dei fenomeni di propagazione che uno shock finanziario ha sul valore delle attività di un'azienda e sulle conseguenze che possono associarsi in particolare in seno a realtà con *leverage* elevato: diminuzione del valore delle attività, aumento dell'*Equity Multiplier*, necessità di ricapitalizzazione e possibili carenze di liquidità. Valori del DMC che si allontanano sistematicamente dagli obiettivi fissati nelle politiche commerciali, viste anche in relazione all'andamento congiunturale delle imprese *benchmark* del settore, debbono portare ad interrogarsi sulla qualità dei ricavi di vendita realizzati. Uno degli insegnamenti che la Grande Recessione ha impartito alla classe imprenditoriale sta nell'importanza del temperamento tra espansione del fatturato e qualità del credito che si associa ai ricavi realizzati. Un'effimera conquista di quote di mercato e volumi produttivi conquistata con politiche di marketing aggressive può essere fonte di stress finanziari esiziali se non si pone contemporanea attenzione alla qualità e affidabilità dei clienti cui si concede credito. Il dissesto aziendale può pervenire sia per eccesso di debito maturato che per eccesso di credito concesso e le imprese fornitrici della

¹¹¹ Cfr. M.S. Avi, *op.cit.*, p. 262-263; U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 318-319.

Pubblica Amministrazione italiana purtroppo sono tra le testimoni di questo fenomeno.

La causa *sub b)* è ancor più immediata da comprendere in quanto le scorte rappresentano gli investimenti tangibili di risorse monetarie spese in periodi precedenti che, in aggiunta ai costi di magazzinaggio e trattamento (*handling*) e ai rischi connessi alla loro presenza (e.g. furto, danneggiamento, deperimento, obsolescenza), impongono un immobilizzo dei capitali a suo tempo reperiti. Le rimanenze però sono un aggregato formato a loro volta da beni di natura eterogenea e riconducibili a tre macroclassi: materie acquistate all'esterno, prodotti che hanno completato il ciclo di trasformazione e la categoria residuale dei prodotti in corso di lavorazione formata dalle materie che stanno percorrendo il ciclo di trasformazione economica senza averlo completato (semilavorati e WIP). La quantità delle scorte detenute dipende dalla domanda di mercato e dai tempi di attraversamento del ciclo economico, ovvero del periodo di tempo che passa dall'acquisto dei materiali alla vendita dei prodotti realizzati con quei materiali. In aziende con produzioni differenziate e con linee produttive dai cicli di attraversamento non necessariamente lineari e non potendo misurare attraverso la CoGe che i valori delle rimanenze finali e non le quantità fisiche presenti, si ricorrerà al calcolo dei tassi di rotazione del magazzino la cui formula generale sarà data da:¹¹²

- Tasso generico di rotazione magazzino =
$$\frac{\text{Valore input}}{\left[\frac{\text{esistenza iniziale} + \text{giacenza finale}}{2} \right]}$$

L'analista interno potrà calcolare la giacenza media al denominatore attraverso medie di valori infrannuali. Attraverso i valori disponibili in Stato patrimoniale delle esistenze iniziali e delle giacenze finali e i costi elaborati nelle riclassificazioni di Conto economico si potranno calcolare i tassi di rotazione delle tre categorie di beni secondo misure di input, ovvero ponendo a numeratore delle configurazioni di costo:

- TRM – Tasso di rotazione materie varie =
$$\frac{\text{Costo acquisto materie}}{\text{Giacenza media materie}}$$
- TRS – Tasso di rotazione semilavorati e WIP =
$$\frac{\text{Costo prodotto finito}}{\text{Giacenza media semilavorati}}$$

¹¹² P. Mella, *op.cit.*, p. 165-166.

- TRP – Tasso di rotazione prodotti e merci = $\frac{\text{Costo prodotto venduto}}{\text{Giacenza media prodotto finito}}$

Questi valori esprimono il numero di volte in cui la giacenza media è stata consumata e ricostituita dagli acquisti o dalle produzioni eseguite. Valori più alti corrispondono ad una maggiore movimentazione delle rimanenze che derivano da un valore minore delle giacenze medie rispetto al volume di produzione.¹¹³

Dai loro reciproci si possono determinare i tempi medi di stoccaggio delle scorte in azienda, qui esposti secondo l'anno commerciale:¹¹⁴

- DMM – Durata media stoccaggio materie varie = $\frac{360}{TRM}$
- DMS – Durata media stoccaggio semilavorati e WIP = $\frac{360}{TRS}$
- DMP – Durata media stoccaggio prodotti e merci = $\frac{360}{TRP}$

L'ammontare del fabbisogno finanziario generato dal CCNO e le sue variazioni nel tempo pertanto affondano le radici causali nella durata dei cicli aziendali e nell'efficienza che la combinazione produttiva riesce a raggiungere nell'utilizzo di quel sottoinsieme del CCN che viene impegnato nella gestione tipica. Questa efficienza ha conseguenze dal punto di vista finanziario e concerne le succitate categorie principali che compongono il CCNO: crediti e debiti operativi e le rimanenze. Si nota allora il punto di unione fra i due diversi criteri logici di riclassificazione ed il recupero della dimensione temporale per la spiegazione dell'andamento del fabbisogno creato dalla gestione caratteristica ricorrente.

Come anticipato nel primo capitolo, infatti, tutti i fabbisogni finanziari derivano in qualche modo da esigenze di mezzi di pagamento generate dall'asincronia dei cicli aziendali: tecnico, caratteristico industriale, economico e monetario.¹¹⁵ Per indagare le determinanti delle quantità assunte dalla grandezza CCNO e la loro evoluzione nel tempo allo scopo di approfondire il legame con il mutamento delle necessità di mezzi monetari, l'analista dovrà fare riferimento al mutamento delle durate dei cicli aziendali e associarle al mutamento delle politiche gestionali associate alle componenti di CCNO.

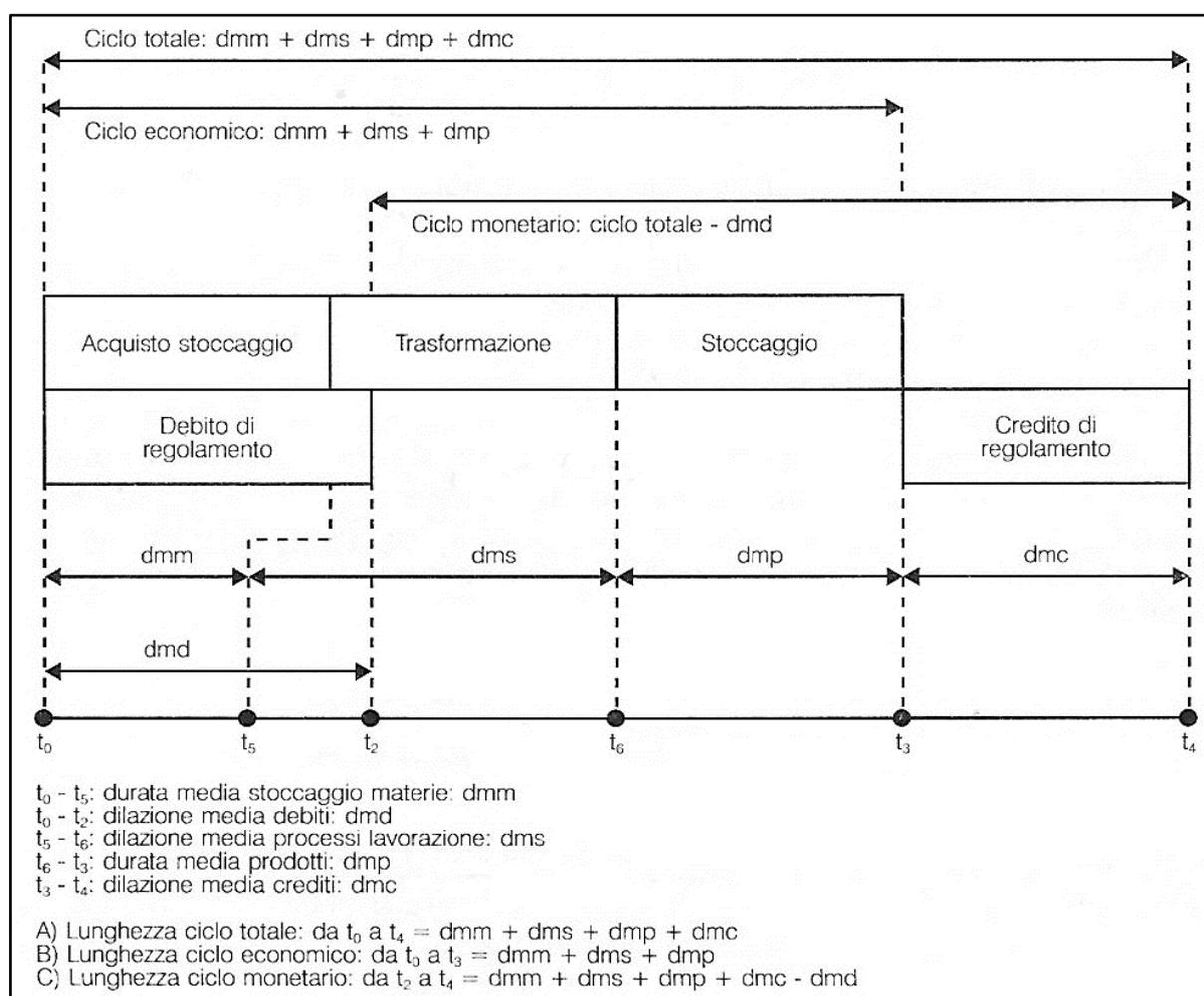
¹¹³ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 405-406.

¹¹⁴ P. Mella, *op.cit.*, p. 167.

¹¹⁵ Vedi *supra* par. 1.2 e Figura 1.5.

Riconfigurando i cicli esposti in precedenza in termini di estensione temporale degli stessi si può ottenere lo schema delineato in Figura 3.16. Dalla raffigurazione si distingue il ciclo monetario (medio) il quale fornisce la misura dei giorni di esposizione finanziaria dovuta alla copertura del CCNO. Tale copertura potrà essere fornita da fonti finanziarie di diversa scadenza e la cui congruità temporale andrà indagata attraverso una lettura sistemica dei vari margini e quozienti provenienti dalla riclassificazione finanziaria dello Stato patrimoniale.

Figura 3.16 - Durate medie dei cicli dei processi produttivi in un'impresa industriale



Fonte: P. Mella (1996, p. 169)

I rapporti di rotazione (*turnover*) rientrano fra i rapporti che esprimono l'efficienza con cui si svolge un determinato processo o fenomeno, dato che conservano la struttura tipica degli indici di quella famiglia: output/input. La differenza rispetto agli indici di redditività che al numeratore utilizzano un margine (ricavi-costi) sta nell'uso del parametro di

output più ampio possibile all'interno della CoGe – i ricavi netti di vendita – e quindi non esiste quel rapporto necessario di derivazione logico-economica che la nozione di redditività mira ad evidenziare.

Gli indici di *turnover* utilizzati più frequentemente sono quelli che associano l'utilizzo di porzioni specifiche di capitale investito al denominatore rispetto all'output aziendale, in modo da valutarne l'efficienza nell'utilizzo di quella porzione ideale di capitale impiegato. Per definizione, infatti, un maggior valore dell'indice di rotazione si ottiene con un fatturato più alto a parità di denominatore, oppure con un denominatore minore a parità di fatturato.

Dopo aver presentato le rotazioni di magazzino e le durate di debiti e crediti operativi è possibile riunire queste informazioni in alcuni indici sintetici:

- Tasso di rotazione dell'attivo corrente operativo = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{\text{Attivo corrente operativo}}$
- Tasso di rotazione del CCNO = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{\text{Capitale circolante netto operativo}}$

Il tasso di rotazione del CCNO è un rapporto che usa un valore di output al numeratore, può essere letto in due accezioni complementari. Da un lato rappresenta infatti il numero di volte nell'esercizio in cui la misura per eccellenza dell'output per la CoGe – i ricavi netti di vendita – ha contribuito a movimentare il capitale investito nel ciclo acquisto-trasformazione-vendita, come se l'avesse ricostituito più volte attraverso le operazioni di gestione. La sua valutazione assieme alla rotazione del solo attivo corrente operativo mostra invece l'efficienza nell'utilizzo del circolante lordo operativo, senza l'effetto dei debiti operativi che in alcuni casi può portare alla determinazione di un valore del CCNO e quindi del tasso di rotazione negativi.

Dall'altro lato la rotazione del CCNO è facilmente interpretabile come la quantità di fatturato realizzata con una unità di CCNO (o di attivo corrente operativo). Maggiore è il valore di rotazione, a parità di altre condizioni, maggiore è il contributo alla formazione del reddito caratteristico totale a parità di margine percentuale. Per tale motivo l'interpretazione del risultato di un indice di rotazione va sempre accompagnata all'interpretazione del margine relativo cui si riferisce. Risulta pertanto implicita la considerazione che la costruzione dell'indice di redditività e dell'indice di rotazione associato derivano a loro volta dalla definizione in sede di processo riclassificazione del

bilancio delle grandezze di fondo e di flusso esplicitate.

Fra gli altri, si avranno così dalla riclassificazione funzionale dello Stato patrimoniale:

- Rotazione del Capitale Investito Netto Caratteristico = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{CINC}$
- Rotazione del Capitale Investito Netto Aziendale = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{CINA}$

Il primo si può associare al ROS della gestione caratteristica per la sua interpretazione. Dal prodotto dei due quozienti si ottiene il ROI caratteristico. Dalla riclassificazione finanziaria invece si potrà calcolare il tasso di rotazione dell'attivo netto o del totale impieghi divisibile nelle sue componenti a maggiore o minore velocità di rinnovo:

- Rotazione dell'attivo netto (*Total Asset Turnover*)¹¹⁶ = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{\text{Totale impieghi}}$
- Rotazione dell'attivo corrente = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{\text{Attivo corrente}}$
- Rotazione dell'attivo consolidato = $\frac{\text{Ricavi netti di vendita}}{\text{Attivo consolidato}}$

Il tasso di rotazione dell'attivo netto si potrà associare al ROS per la sua interpretazione. Dal prodotto dei due quozienti si ottiene il ROA.

La rotazione dell'attivo corrente e del capitale investito nella gestione caratteristica sono i più interessanti da monitorare proprio per la loro diretta relazione con l'efficienza nell'utilizzo dei mezzi impiegati nei fattori a veloce ciclo di realizzo.

¹¹⁶ Cfr.: S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 53; D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 246 e 611.

CAPITOLO 4

I FLUSSI DI CASSA E IL RENDICONTO FINANZIARIO DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE

4.1 Fondi e flussi, analisi statiche e dinamiche

L'impresa compie durante la sua esistenza attività di produzione economica, ovvero *“ogni «trasformazione di utilità», comunque ottenuta, non soltanto attraverso l'alterazione delle caratteristiche fisico-tecniche di beni materiali, o mediante la loro trasformazione nel tempo e nello spazio, bensì anche rendendo disponibili per l'impiego beni immateriali, servizi e in generale, condizioni apprezzabili”*.¹ Il divenire economico è un continuo fluire di accadimenti e le aziende intrecciano azioni e relazioni con gli altri istituti e con i singoli individui con cui entrano in contatto all'interno di uno spazio che ognuno di essi considera il proprio ambiente di riferimento. In quanto sistemi aperti, esse scambiano con l'ambiente esterno condizioni produttive, informazioni, conoscenze contestuali e risultati di produzione e da questi scambi si generano i valori che sono oggetto dell'attività di rilevazione. I valori generati da transazioni monetarie si distribuiscono lungo l'esercizio amministrativo secondo l'alternarsi mutevole dei cicli aziendali visti in precedenza e la loro rilevazione consente di tracciare la continua creazione, modifica ed estinzione di rapporti di scambio con gli altri soggetti.

Ogni operazione di scambio genera un flusso in entrata o in uscita dall'azienda che implica la costituzione di una consistenza di determinate condizioni di produzione o una variazione di una consistenza precedentemente costituita. Un flusso, perciò, consiste in una variazione di una grandezza esprimibile in termini quantitativi ed evoca di per sé un riferimento ai fenomeni fisici nei quali è possibile osservare una circolazione, lo scorrere, il formarsi e trasformarsi che hanno luogo in un dato intervallo temporale. Anche la ricchezza aziendale si forma e si trasforma durante l'intervallo di tempo delimitato dall'esercizio amministrativo.

Rievocando la classificazione dei valori aziendali presenti nel bilancio d'esercizio

¹ F. Rocchi, *La creazione del valore. Fini, condizioni e processi*, Cafoscarina, Venezia, 2001, p. 99.

discussa nel capitolo iniziale si nota come i valori economico-reddituali compendati e rappresentati nel Conto economico siano conseguenti alla rilevazione di variazioni economiche positive e negative di reddito o di capitale e quindi possono essere classificate come grandezze flusso. Un ricavo di vendita è immediatamente percepibile come flusso (positivo) di reddito vista la sua relazione diretta con la vendita di un prodotto che implica una transazione. Un valore frutto di congetture come l'ammortamento di un bene pluriennale identifica anch'esso un flusso di reddito, seppur riferito ad una entità come un fabbricato, ad esempio, che non appare soggetta a movimento alcuno. La quota di ammortamento annuale misura la cessione di utilità avvenuta durante l'esercizio e consente di tener conto dei fenomeni di deperimento naturale o di obsolescenza economica. L'eccezione è semmai costituita dai terreni che non deperiscono ma vedono modificare il proprio valore contabile solamente a seguito di svalutazioni o rivalutazioni le quali, per la loro natura di variazione economica, saranno anch'esse comprese fra le grandezze flusso.

Una somma o sottrazione tra flussi è anch'essa un flusso, così come in matematica una somma o una differenza di vettori è anch'essa un vettore. Pertanto, l'utile netto di esercizio e tutti i margini e aggregati lordi intermedi presentati in precedenza nelle riclassificazioni del Conto economico ricadono nella stessa categoria.² Il risultato economico d'esercizio, all'interno dell'equazione di bilancio, veniva spiegato in modo sintetico come variazione del patrimonio netto oppure come differenza tra variazione delle attività e variazione delle passività intervenuta in un determinato arco temporale. Quindi, posto che *"il fondo è un valore istantaneo, che esprime una determinata consistenza; il flusso è invece un valore cinetico, che esprime un determinato movimento"*³ il flusso del reddito netto d'esercizio si può tradurre in ottica patrimoniale in due espressioni: come variazione della quantità fondo patrimonio netto (rettificata delle altre variazioni di capitale sociale e riserve) oppure come somma algebrica di due flussi di variazione patrimoniale (attività e passività).⁴ Adottando l'ottica reddituale, nel Conto economico questo risultato viene scomposto in modo analitico osservando i flussi economici positivi e negativi che hanno avuto luogo e la cui somma algebrica riporta al risultato globale.

² M. Mancin, *La valutazione della performance aziendale attraverso gli indici di bilancio*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 283-284.

³ C. Caramiello, *Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione*, Giuffrè, Milano, 1993, p. 12.

⁴ Vedi *supra* par. 3.2.

Le variazioni economiche trasformano la ricchezza aziendale e si accompagnano alle variazioni finanziarie, aventi ad oggetto i movimenti in aumento o diminuzione dei mezzi monetari disponibili per effettuare operazioni di pagamento e di tutti i debiti e crediti che sorgono qualora i pagamenti non vengano eseguiti per contanti. Anche queste variazioni pertanto costituiscono delle grandezze flusso che modificano dei fondi finanziari.

Il fluire continuo delle combinazioni produttive che genera variazioni economiche (di reddito e capitale) e variazioni finanziarie (entrate/uscite monetarie ed aumenti/diminuzioni di posizioni di credito e di debito)⁵ viene astrattamente interrotto per la redazione periodica dei documenti che sintetizzano la gestione avvenuta durante l'esercizio ad uso e consumo degli amministratori della società e degli altri stakeholder. La frattura temporale attuata ed i procedimenti di valutazione che ne seguono restituiscono una proiezione statica delle condizioni di produzione di pertinenza dell'azienda e dei processi ancora in fase di realizzazione – fra i quali rientrano i prodotti non ancora ceduti – che origina la rilevazione delle diverse grandezze fondo riferite ad un determinato istante. La loro proiezione non è più incentrata sulla naturale dimensione cinetica che scorre e si trasforma nel tempo ma su un'ipotetica dimensione istantanea in cui il tempo si arresta, i processi e le operazioni si sospendono e con la logica tipica dell'inventario si enumerano le quantità che le grandezze fondo assumono con riferimento a quel particolare dato temporale.

Quelle consistenze, opportunamente valutate ed integrate, sono le sintesi raggruppate nello Stato patrimoniale e riflettono il risultato statico che la gestione ha raggiunto. La sua collocazione puntuale all'interno di un *continuum* lo rende per questo ambivalente: sintesi degli effetti delle decisioni ed azioni passate e premessa delle decisioni ed azioni future. Considerando le condizioni di produzione come flussi in entrata, i beni e servizi ceduti sul mercato come flussi in uscita e l'attività di produzione economica realizzata dall'impresa come una serie di processi ciclici, si possono contemplare le grandezze fondo e le grandezze flusso come *“due aspetti dello stesso fenomeno: il divenire economico dell'impresa. Esse sono strettamente collegate; le operazioni che via via si svolgono risentono delle condizioni preesistenti e a loro volta condizionano quelle successive”*.⁶ Stasi e cinesi sono così due dimensioni dell'analisi economico-finanziaria che si sostengono

⁵ L. Marchi (a cura di), *Introduzione alla contabilità d'impresa*, Giappichelli, Torino, (5 ed.), 2013, p. 14-15.

⁶ G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, op.cit., p. 195.

mutualmente.

Supponendo di essere alla fine del primo esercizio di una società di capitali, si potrà pervenire alla consistenza delle disponibilità liquide attraverso la somma algebrica di tutte le variazioni o flussi che hanno avuto come contropartita la liquidità (i.e. incassi e pagamenti), la prima delle quali sarà il versamento dei conferimenti in denaro previsti all'atto della costituzione della società. L'alternativa sarà semplicemente enumerare alla data di riferimento del primo bilancio la consistenza delle disponibilità liquide presenti. Il fatto di poter contare su due metodi di determinazione logicamente equivalenti del valore statico si dimostra oltremodo prezioso per scovare discrepanze dovute a malfunzionamenti nel sistema informativo o ad insussistenze di gestione di cui investigare l'origine.

Al termine dell'esercizio successivo, la grandezza fondo delle disponibilità liquide potrà aver subito una variazione rispetto al valore precedente oppure rimanere invariata. In entrambi i casi, il confronto di due valori istantanei consecutivi offre una visione di statica comparata della grandezza fondo presa a riferimento, ma non si ottiene alcun'altra informazione apprezzabile per il lettore del bilancio. Ad esempio, il caso di invarianza di valore può essere il risultato di due situazioni alquanto distanti per significato:

- durante il periodo considerato non si è manifestata alcuna variazione monetaria, ovvero non si assiste ad alcun flusso;
- durante il periodo considerato le variazioni positive della liquidità sono state di eguale ammontare di quelle negative, elidendosi le une con le altre.

Questa circostanza crea una indeterminatezza insostenibile nell'analisi e valutazione del grado di raggiungimento dell'equilibrio monetario e non fornisce alcuna indicazione su come le liquidità siano state utilizzate. Nel primo caso è possibile, anche se altamente improbabile, che tutte le operazioni di gestione siano state effettuate a credito e a debito senza alcuna operazione di pagamento e incasso: i flussi osservabili saranno quindi di circolante ma non di liquidità. Nel secondo caso, è invece presumibile la creazione di un reddito positivo (negativo) e un contemporaneo aumento (diminuzione) del capitale circolante netto operativo pari al risultato economico, che porta le componenti ad elidersi

a vicenda.⁷ Senza la conoscenza dei movimenti di liquidità intervenuti è impossibile formulare un apprezzamento inerente il risultato statico finale.

Una tale incertezza si può riproporre anche dal lato del reddito e conduce ad affiancare allo Stato patrimoniale, che riporta nel patrimonio netto l'ammontare del risultato economico d'esercizio, il Conto economico che dà conto della genesi e della formazione del risultato periodale. Un medesimo risultato economico conseguito per due esercizi di seguito, infatti, può essere effetto di combinazioni alquanto dissimili di costi e ricavi, caratteristici e non. La lettura comparata del dato statico riporta una visione troppo concisa della variazione intervenuta per poter fornire un appiglio sufficiente alla formazione di un apprezzamento sul grado di raggiungimento dell'equilibrio economico: è necessaria una discriminazione fra flussi positivi e negativi che impedisca la compensazione e l'elisione fra partite di segno opposto⁸ e fornisca informazioni sull'origine e sulla destinazione funzionale delle variazioni economiche che hanno contribuito alla formazione del valore sintetico finale. Il Conto economico pertanto restituisce la visione della dinamica economica-reddituale che ha causato le variazioni nelle grandezze fondo di Stato patrimoniale rappresentanti valori economici.

Osservando il funzionamento dell'impresa secondo il modello economico-finanziario stilizzato in Figura 4.1, si nota come, nella ricerca di massimizzare il valore complessivo, le decisioni di impiego delle risorse finanziarie abbiano risvolti economico-reddituali che generano sia rendimenti, sia flussi di cassa e fabbisogni da colmare, condizionando le scelte inerenti la struttura degli asset impiegati e delle fonti finanziarie da reperire. A loro volta, in modo ricorsivo, la struttura delle fonti di finanziamento influirà sui fabbisogni in relazione alle epoche in cui saranno esigibili le fonti e dal pagamento degli oneri connessi al costo del capitale di prestito.

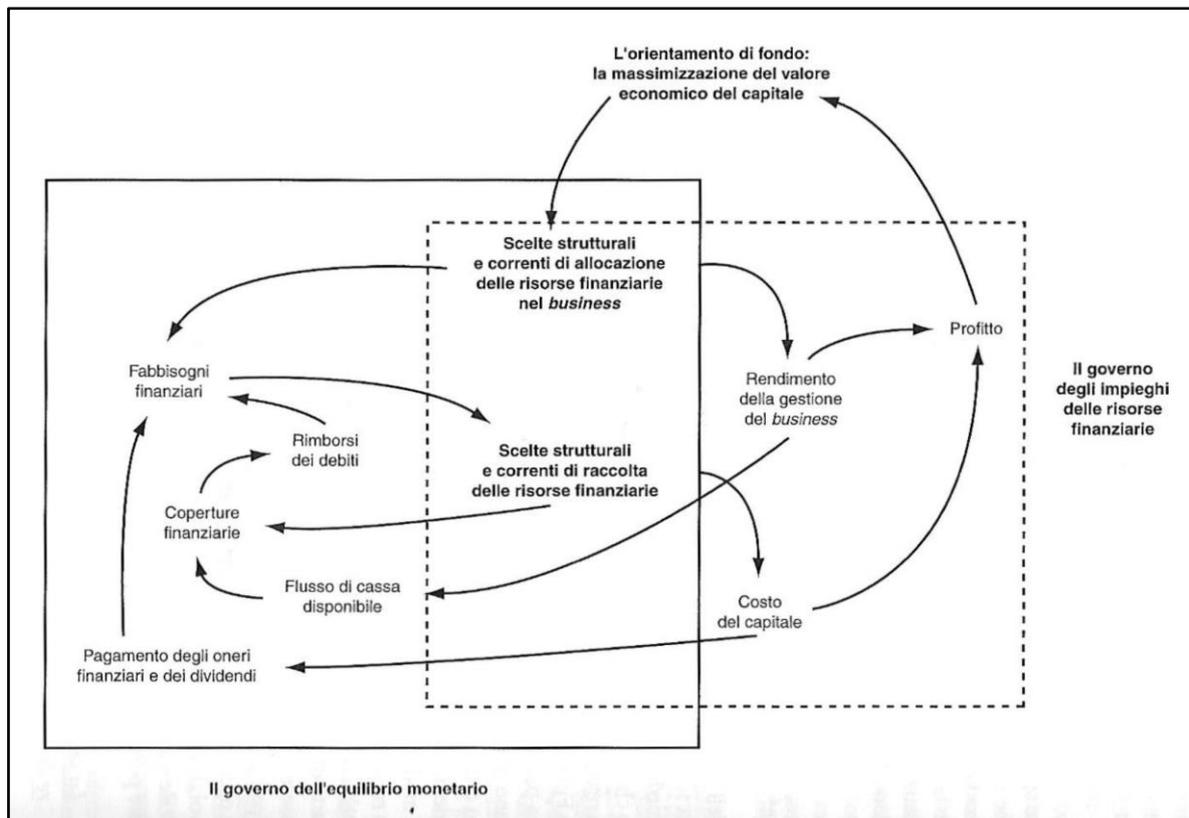
Il paradigma di rilevazione delle operazioni di gestione si basa sulla contestuale registrazione dei movimenti finanziari e dei derivati effetti economici dimodoché, in assenza di un'analisi dei flussi finanziari di livello almeno comparabile all'analisi dei flussi economici, si verifica una lacuna informativa insanabile e l'impossibilità di percepire il grado di raggiungimento dell'equilibrio monetario in maniera paritetica alla valutazione sulla performance economica. Tale carenza si ripercuote inoltre sulla lettura dello stato

⁷ Da quanto detto *supra* nel par. 3.5 un aumento di CCNO genera un fabbisogno finanziario.

⁸ L'art. 2423-ter c.c., ultimo comma recita infatti "Sono vietati i compensi di partite".

che in particolare la struttura delle fonti di finanziamento assume a seguito delle scelte di copertura dei fabbisogni, lasciando che sia il management dell'impresa sia l'utente esterno che ne desidera comprendere le performance e il grado di economicità rimangano orfani di un importante chiave di lettura della genesi dei risultati aziendali.

Figura 4.1 - Funzionamento dell'impresa secondo il modello economico-finanziario



Fonte: L. Olivotto (2000, p. 10)

Il recepimento della direttiva contabile 2013/34/UE attraverso il D.Lgs. 139/2015 ha avuto l'indubbio merito di sanare una situazione di incompiutezza della rappresentazione finanziaria grazie all'introduzione di un terzo prospetto nella definizione strutturale del bilancio: il Rendiconto finanziario che espone le variazioni intervenute nelle disponibilità liquide. Malgrado l'obbligatorietà del Rendiconto finanziario non sia stata estesa alla totalità delle imprese, ma solo a quelle che redigono il bilancio d'esercizio in forma ordinaria, questa novità legislativa è da salutare come un progresso nel sistema dell'informativa esterna d'impresa. Garantisce infatti quella completezza di raffigurazione della situazione patrimoniale e finanziaria assieme al risultato economico d'esercizio che in precedenza rimaneva in parte inespressa. Lo Stato patrimoniale riporta un risultato

istantaneo dell'equilibrio finanziario ma nulla dice su come questo si sia generato nel corso dell'esercizio e che sviluppo si potrà prevedere in futuro. Il Conto economico mostra a sua volta il risultato delle gestioni caratteristica ed extracaratteristica rilevate secondo il principio della competenza economica in modo da imputare al periodo amministrativo i riflessi economici delle operazioni, riprendendo gli effetti di azioni compiute nel passato e sospendendo i valori di quelle operazioni che avranno effetti nel futuro. La prospettiva derivante dall'applicazione del postulato della competenza economica, che prevede di *"tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento"*,⁹ preclude la possibilità di pervenire ad un giudizio sulla gestione dei mezzi monetari e sulla capacità del reddito di trasformarsi in risorse monetarie disponibili per nuovi impieghi.

Al contrario, una contabilità improntata al principio di cassa ed alla logica finanziaria *"considera unicamente i movimenti di moneta (i cosiddetti flussi di cassa) in entrata e in uscita durante un definito arco temporale, senza considerare il momento in cui ha avuto luogo l'operazione"*.¹⁰ Secondo questa logica l'acquisto in contanti di un bene pluriennale o di materie prime per lo stesso ammontare hanno uguale effetto sul fabbisogno creato. Fermarsi a questo livello di analisi, però, risulterebbe alquanto sterile. Allo stesso modo in cui i flussi economici forniscono informazioni rilevanti allorché vengano distinti secondo la loro appartenenza o meno alla gestione caratteristica, i flussi finanziari acquistano significati aumentati secondo la loro pertinenza gestionale. Il documento che li espone dovrà strutturarsi in modo da coadiuvare una loro interpretazione in chiave gestionale o di comunicativa verso l'esterno.

Lo scopo principale del Rendiconto finanziario delle disponibilità liquide, nelle parole di Ferrarese,¹¹ è quello di rendere in termini monetari il risultato operativo caratteristico per tradurre i flussi reddituali in flussi di cassa derivanti dalla gestione reddituale (o operativa) a cui affiancare i flussi originati dalla gestione degli investimenti e dalla gestione dei finanziamenti e prevede in concreto la:

⁹ Art. 2423-bis c.c., primo comma, n. 3.

¹⁰ M. Dallochio, A. Salvi, *Management Vol. 6: Finanza in azienda*, op.cit., p. 100.

¹¹ P. Ferrarese, *La dinamica finanziaria. Flussi e rendiconto finanziario*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, op.cit., p. 91-94.

- scomposizione analitica dei flussi di fondi che hanno causato la variazione delle disponibilità liquide, evidenziando le variazioni intervenute fra valori iniziali e finali negli stati patrimoniali;
- ricomposizione dei flussi elementari secondo le operazioni gestionali che li hanno generati, ricostruendo l'accadimento che ha generato i flussi di cassa e isolando quelle variazioni che hanno causato un'effettiva movimentazione monetaria;
- riclassificazione delle operazioni secondo le aree di attività a cui afferiscono che possono prevedere, come visto nella riclassificazione funzionale dello Stato patrimoniale, una connessione con la gestione reddituale, con l'area degli investimenti o con la gestione delle fonti di finanziamento.

L'analisi dei flussi di cassa consente una completa descrizione, attraverso i documenti che formano il bilancio d'esercizio, del circuito delle operazioni di gestione¹² e rende possibile l'apprezzamento integrale della dinamica ciclica di reperimento delle fonti finanziarie, acquisizione ed impiego dei fattori produttivi, realizzazione e vendita dei prodotti e recupero dei mezzi investiti, comprese le operazioni di disinvestimento di fattori produttivi non più necessari e di rimborso e remunerazione dei capitali ricevuti a titolo di capitale proprio o di terzi. La sua mancanza priva l'analista del necessario raccordo fra la fase della vendita dei prodotti e la disponibilità di nuovi fonti finanziarie che alimentino nuovamente il circolo di produzione economica. Essa, al contrario, aiuta ad esprimere compiutamente la visione dinamica del divenire economico, superando la staticità dell'esposizione di impegni e fonti rappresentata dalla situazione patrimoniale. L'analisi attraverso i margini ed i quozienti vista in precedenza fornisce elementi di approfondimento che però non escono dalla logica contabile dei prospetti dai quali deriva e quindi risente di questa staticità d'impostazione.¹³ A questo riguardo, le riclassificazioni delle poste di bilancio e la *ratio analysis* sono quindi considerate «statiche» e contrapposte alla indagine dei flussi finanziari considerata pertanto «dinamica».

Anche nella tradizione anglosassone l'analisi dei flussi è ritenuta un compendio necessario all'analisi di bilancio tramite quozienti e la redazione di un documento che

¹² Vedi *supra* Figura 1.6.

¹³ U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 147-149.

espone i *cash flow* avvenuti durante il periodo è associata a numerosi vantaggi:¹⁴

- indica la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa futuri;
- è un fattore predittivo sulla capacità dell'impresa di riuscire a sostenere il pagamento dei propri debiti e le remunerazioni del capitale proprio;
- mostra la causa della variazione in aumento o diminuzione della cassa;
- mostra la provenienza e la destinazione delle disponibilità liquide;
- spiega le ragioni per le quali l'EBIT non coincide con il flusso di cassa della gestione operativa;
- illustra quali flussi sono stati impegnati o rilasciati dalle attività di investimento e dalle attività di finanziamento;
- fornisce un ausilio al processo decisionale fondato su valori finanziari.

Riprendendo l'analogia matematica coi vettori che necessitano di tre dimensioni per essere definiti (magnitudo, direzione e verso), un flusso finanziario si definisce compiutamente tramite tre caratteri: la quantità della variazione, il segno – positivo o negativo – e in particolare l'aggregato patrimoniale del quale si calcola la variazione. Caramiello distingue gli aggregati in semplici, composti e complessi a seconda che siano formati da una voce di bilancio, da più voci della stessa sezione o da un agglomerato di attività e passività.¹⁵ Nel secondo capitolo si è già anticipato che il legislatore italiano ha definito un particolare aggregato finanziario su cui determinare le variazioni da esporre nel Rendiconto finanziario, le cui proprietà e il cui particolare ruolo all'interno dell'economia d'azienda sono al centro del presente elaborato: le disponibilità liquide.

Le ragioni di questa scelta sono in parte già state evidenziate. Anzitutto la capacità segnaletica e informativa della liquidità lorda in senso stretto è elevata: la cassa ed i suoi succedanei rappresentano un aggregato la cui comprensione è immediata anche per chi è digiuno di nozioni di contabilità o gestione d'impresa. La cassa (intesa come liquidità) e le sue variazioni sono immediatamente collegabili con i concetti di liquidabilità, solvibilità e flessibilità finanziaria di un'impresa e quindi apprezzabili anche da soci e creditori dell'impresa. Le disponibilità liquide sono connesse direttamente al concetto di mezzi

¹⁴ Cfr. D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *Intermediate Accounting*, op.cit., p. 1412; C.T. Horngren, W.T. Harrison Jr., M.S. Oliver, *Financial & Managerial Accounting* (3rd ed.), op.cit., p. 662-663.

¹⁵ C. Caramiello, *op.cit.*, p. 15.

monetari e non incorporano alcuna voce che necessiti o abbia subito procedimenti di stima per cui sono contraddistinte da un'alta omogeneità interna unita ad un alto grado di oggettività. Grazie a quest'ultima peculiarità sono suscettibili – tenendo conto del fenomeno inflattivo – a confronti con valori provenienti da epoche anche lontane e utilizzabili – tenendo conto degli effetti del cambio di valuta – anche per confronti fra entità situate in aree geografiche e valutarie differenti. Insomma questo aggregato “*rappresenta la risorsa fondamentale (quella, cioè che permette il movimento di tutte le altre risorse), per cui il rendiconto relativo rappresenta un momento fondamentale per l'analisi della gestione aziendale*”.¹⁶

Non ultimo, sia i principi contabili nazionali che internazionali hanno, nel tempo, convenuto sulla maggiore capacità dell'analisi dei flussi di liquidità nel rappresentare l'equilibrio finanziario dinamico. L'unica divergenza rimane sul fatto che gli standard internazionali contemplino all'interno dello IAS 7 *Statement of Cash Flows*, come risorsa finanziaria di riferimento, le cosiddette «disponibilità liquide equivalenti» che aggiungono alle liquidità immediate gli strumenti finanziari *cash equivalents*. In tal modo i movimenti fra componenti dell'aggregato scelto sono considerati come flussi endogeni di gestione della liquidità da non esporre come variazioni causate dalle altre aree gestionali (operativa, di investimento e di finanziamento). Gli scoperti bancari a vista accesi per esigenze di elasticità di cassa in conti correnti il cui saldo oscilla fra valori positivi e negativi rientrerebbero, laddove configurino un prestito, fra le attività di finanziamento anche se lo IAS 7 concede la possibilità di considerarli parte della gestione delle disponibilità liquide per quei Paesi in cui tale prassi è ritenuta accettabile.¹⁷

Le disponibilità liquide sono tecnicamente un aggregato composto poiché sono formate da tre distinte voci contabili: cassa, banche attive e assegni. Ciononostante, prendendo spunto dalla loro funzione di mezzo di pagamento sono assolutamente fungibili e pertanto, nel proseguo si userà il termine «flusso di cassa» o «*cash flow* monetario» per indicare le entrate ed uscite aventi ad oggetto l'intero aggregato delle disponibilità liquide, come fossero un unico elemento patrimoniale. Questa semplificazione consentirà di trattare unitamente tre categorie di strumenti di pagamento

¹⁶ *Idem*, p. 16.

¹⁷ IAS 7, *Statement of Cash Flows*, par. 6-8 (aggiornato al Regolamento (UE) 2017/1990 della Commissione del 6 novembre 2017 e disponibile presso http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias7.htm).

che, seppur distinti formalmente e nel profilo tecnico di utilizzo, nella prassi assolvono alla medesima funzione e possono considerarsi interscambiabili nella loro misurazione.

Secondo logica si potranno verificare variazioni interperiodali che interessano le voci di cassa e delle banche attive dovute a movimenti intervenuti tra una voce e l'altra: un prelievo da una banca a favore della cassa per poter effettuare in futuro acquisti d'importo minimo; un giroconto da un conto corrente attivo ad un altro per predisporre le consistenze necessarie al pagamento di scadenze programmate e specificamente domiciliate in un determinato istituto; il versamento di un assegno bancario in conto, o la sua liquidazione in contanti; l'emissione di un assegno circolare e vari ancora. Questi movimenti interni si possono definire come variazioni endogene della risorsa di riferimento, causate da operazioni di gestione che determinano flussi intercorrenti tra le componenti della grandezza di riferimento. In quanto tali non hanno rilevanza nell'analisi del rendiconto finanziario, anche in quello civilistico che si preoccupa solamente che vengano esposte solamente *"l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio"*¹⁸ ossia mostrare lo stato iniziale e finale dell'aggregato e delle componenti elementari. L'analisi si concentrerà perciò sulle variazioni esogene della grandezza fondo, originate da operazioni che ne modificano l'ammontare a seguito di una variazione intervenuta in un altro elemento patrimoniale.¹⁹

Il calcolo ed esposizione delle variazioni esogene delle disponibilità liquide, raggruppando le operazioni che le hanno originate in classi gestionali omogenee, per poter apprezzare come si è mantenuto l'equilibrio monetario e in che modo si è passati dalla situazione patrimoniale precedente a quella attuale è un modo alternativo di descrivere l'analisi dei flussi di cassa e la redazione del Rendiconto finanziario. Ad esempio, si vorrà determinare l'aumento o diminuzione di liquidità immediate a seguito delle operazioni di investimento e disinvestimento delle immobilizzazioni materiali effettuate durante l'esercizio. Una volta determinati questi flussi, essi non saranno più confusi nel totale degli incassi e pagamenti rilevati nell'esercizio e potranno essere meglio apprezzate le operazioni che li hanno originati in merito alla creazione o assorbimento di liquidità. Come si è potuto vedere sia nella suddivisione delle aree gestionali inerenti la

¹⁸ Art. 2425-ter c.c.

¹⁹ U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, op.cit., p. 163-168.

riclassificazione secondo il criterio funzionale dello Stato patrimoniale, sia nella suddivisione in tre categorie di attività dei flussi ricompresi nel Rendiconto finanziario si possono ricondurre le variazioni esogene a tre differenti aree gestionali:

- la gestione reddituale/operativa, che spiega come le operazioni aventi ad oggetto l'attività caratteristica e accessoria-patrimoniale dell'impresa (compresi i tributi pagati) abbiano influito sulle variazioni monetarie;
- la gestione degli investimenti derivanti da operazioni intervenute sulle immobilizzazioni e le attività finanziarie a breve termine;
- la gestione dei finanziamenti derivanti da operazioni sui debiti finanziari e sul capitale proprio.

Vista la duttilità del concetto di flusso in merito alla possibilità di un suo impiego su elementi contabili di varia complessità, la teoria e la pratica aziendali si sono esercitate nella sua applicazione anche su risorse finanziarie differenti da quelle indicate nell'OIC 10 Rendiconto finanziario. Sono stati ideati e predisposti rendiconti finanziari aventi a riferimento delle grandezze fondo diverse della liquidità lorda in senso stretto. Fra gli aggregati composti che aggiungono alla liquidità altre voci facenti parte dell'attivo vi sono:

- a) le disponibilità liquide equivalenti, comprendenti anche i *cash equivalents* data la loro imminente scadenza;
- b) le liquidità lorde in senso ampio che comprendono in aggiunta a anche le *marketable securities*, data la loro alta liquidabilità per definizione.

Gli aggregati complessi, invece, comprendono poste finanziariamente rilevanti presenti in entrambe le sezioni dello Stato patrimoniale tra cui si trovano:

- c) configurazioni di liquidità nette che detraggono dalle disponibilità liquide i conti correnti bancari e postali in passivo, le anticipazioni o gli scoperti;
- d) la posizione finanziaria netta corrente che incorpora liquidità e poste finanziarie attive e passive a breve termine;
- e) la posizione finanziaria netta, così come definita dallo Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale;
- f) il capitale circolante netto, cosiddetto finanziario, derivante dallo Stato

patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario;

- g) il capitale circolante netto caratteristico,²⁰ ossia un sottoinsieme del precedente che comprenda solo le poste attinenti all'attività caratteristica, ovvero la somma delle disponibilità liquide, delle scorte, e dei crediti e debiti commerciali connessi con l'attività tipica;

Ognuna di queste grandezze fondo, incorpora un numero ed una qualità diversi di elementi patrimoniali al loro interno: il prospetto fonti e impieghi arriva addirittura a considerare la totalità delle poste patrimoniali. Oltre al diverso valore segnaletico ed esplicativo, la configurazione della grandezza finanziaria di riferimento incide sulla separazione delle variazioni tra la classe di quelle endogene e la classe delle variazioni esogene. Qualora si adottasse come risorsa finanziaria di riferimento il capitale circolante netto, un utilizzo di cassa per l'acquisto di rimanenze non rileva come flusso di capitale circolante netto mentre rileva come flusso di cassa. L'operazione di acquisto genera un flusso endogeno al capitale circolante netto ma esogeno rispetto alle disponibilità liquide, giacché muta solo la composizione interna della risorsa nel primo caso, mentre varia il valore complessivo della liquidità nel secondo.²¹ Le disponibilità liquide pertanto costituiscono la configurazione finanziariamente significativa con minori flussi endogeni di mutamento della composizione interna e maggior numero di cause esogene che ne spiegano la variazione.

Il prospetto delle fonti e degli impieghi, o rendiconto delle variazioni di risorse finanziarie totali,²² utilizza come riferimento l'intero Stato patrimoniale (solitamente riclassificato con criterio finanziario) per ottenerne una versione rettificata dalle operazioni di aggiustamento meramente contabile dovute all'applicazione del principio delle competenze. In questo caso non si può nemmeno parlare di aggregato finanziario di riferimento, data la dispersione dell'analisi che viene generalizzata alle variazioni intervenute in tutte le poste patrimoniali.

Il capitale circolante netto è stato per un lungo tempo la risorsa finanziaria di riferimento più diffusa nella prassi e negli studi presenti in letteratura, in conseguenza

²⁰ M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 292.

²¹ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 97-98.

²² Cfr. G. Masia, *La costruzione del rendiconto finanziario. Analisi finanziaria in base al criterio della «pertinenza gestionale»*, Buffetti editore, Roma, 1997, p. 5-15; U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio*, *op.cit.*, p. 153-154; G. Bertinetti, *Finanza aziendale applicata.*, *op.cit.*, p. 26-32.

dell'importanza che il capitale circolante netto ha nell'analisi della solvibilità di breve termine delle aziende. Lo studio delle sue variazioni veniva così preferito grazie ad alcuni pregi, tra cui la spiegazione delle cause di variazione della situazione finanziaria statica corrente e quindi degli indici, come quello di disponibilità, che la descrivono. I limiti all'utilizzo del capitale circolante netto sono noti: alcune voci come i crediti e le rimanenze sono oggetto di stima da parte del redattore di bilancio e quindi i flussi di circolante appaiono meno oggettivi all'analista esterno. Inoltre, per monitorare l'andamento della solvibilità durante periodi molto brevi, i flussi che si rifanno alla liquidità sono per definizione a maggiore capacità informativa,²³ motivo per il quale si utilizzano i *cash ratio* all'interno dell'analisi per indici.

Un'altra motivazione della preferenza accordata al rendiconto finanziario in termini di variazioni di capitale circolante netto risiede nel fatto che, come visto in precedenza allorchè si sono esaminati i cicli economici e monetari, le operazioni che rientrano nella gestione caratteristica influiscono immediatamente sulla consistenza del capitale circolante netto (anche operativo) mentre arrivano solo secondariamente ad essere rilevate da flussi monetari: ad esempio, gli acquisti e vendite che non vengono regolati in contanti mutano *ipso facto* i debiti e crediti commerciali. La variazione finanziaria – ma non monetaria – generata dall'attività caratteristica viene indicata dal flusso di circolante.

Questa causa esogena di variazione del capitale circolante netto che promana dall'attività caratteristica – ovvero il flusso di capitale circolante netto della gestione caratteristica – viene considerato un indicatore rilevante da monitorare: una “*ricchezza potenziale*” che approssima la configurazione di MOL vista in precedenza, in quanto formata dai ricavi e costi di carattere operativo, priva di ammortamenti.²⁴ A differenza del MOL al suo interno sono ancora presenti le svalutazioni dei crediti e le quote dei fondi TFR e rischi e oneri accantonate nell'esercizio. Altri autori definiscono il flusso di circolante della gestione caratteristica come “*autofinanziamento potenziale*” poiché “*rappresenta le risorse monetarie che nel corso dell'esercizio sarebbero state messe a disposizione (o assorbite) [...], se non vi fossero stati ulteriori assorbimenti (o liberazioni) di risorse attraverso dilatazioni (o contrazioni) del capitale circolante*”.²⁵

²³ P. Ferrarese, *ult.op.cit.*, p. 96.

²⁴ *Idem*, p. 101-104.

²⁵ M. Dallochio, A. Salvi, *op.cit.*, p. 103.

Ciò rafforza la sua natura ibrida di flusso economico e flusso finanziario potenziale, ovvero di anello di congiunzione fra l'aspetto economico e finanziario della gestione tanto da ricevere la denominazione di "utile/reddito spendibile" o di "operational cash flow".²⁶

La locuzione *cash flow*, particolarmente in Italia, non designa unicamente quei flussi in precedenza denominati flussi di cassa (e banca) che rilevano per l'aspetto prettamente monetario di analisi della gestione, ma una serie variegata di flussi finanziari potenziali non semplice da districare nelle sue articolazioni. Gli autori Busso e Devalle attribuiscono alla dizione in esame il significato di autofinanziamento, ossia "l'insieme di risorse finanziarie complessive che l'impresa è in grado di creare attraverso la propria attività". Esso quindi abbraccia la totalità delle operazioni e non solo quelle tipica o di gestione operativa, ma se ne distinguono due specie:²⁷

- l'autofinanziamento in senso stretto (o netto), formato dagli utili d'esercizio non distribuiti e accantonati a riserva, ovvero la parte di surplus economico che non remunera i soci ma rimane investito e finanzia lo sviluppo futuro dell'impresa;
- l'autofinanziamento in senso ampio (o lordo) chiamato appunto secondo la dizione anglosassone *cash flow*.

Il calcolo del *cash flow* avviene procedendo dal risultato economico d'esercizio, detraendo i ricavi non monetari e aggiungendo i costi non monetari elencati estensivamente in Tabella 4.2.

Tabella 4.2 – Costi e ricavi non monetari

Componenti negativi non monetari	Componenti positivi non monetari
Ammortamenti Svalutazioni Iscrizione dell'adeguamento negativo del <i>fair value</i> dei derivati non di copertura	Rivalutazioni in CE (e.g. partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto) Iscrizione dell'adeguamento positivo del <i>fair value</i> dei derivati non di copertura
Accantonamenti ai fondi TFR e fondi rischi ed oneri	Storno per eccessiva capienza di fondi a CE Cancellazione di debiti
Iscrizione imposte differite Utilizzo imposte anticipate	Iscrizione imposte anticipate Utilizzo imposte differite
Perdite su cambi da valutazione	Utile su cambi da valutazione

²⁶ Cfr. G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda, *op.cit.*, p. 225-226; U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio*, *op.cit.*, p. 155-156; U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 122.

²⁷ D. Busso, A. Devalle, *Il nuovo rendiconto finanziario. Schema, costruzione e interpretazione secondo il codice civile e l'OIC 10*, Eutekne, Torino, 2016, p. 20-21.

Oneri finanziari derivanti dall'iscrizione del costo ammortizzato	Proventi finanziari derivanti dall'iscrizione del costo ammortizzato
---	--

Fonte: Adattamento da D. Busso, A. Devalle (2016, p. 23)

Si nota come a seguito della riforma introdotta dal D.Lgs. 139/2015, fra i componenti non monetari fanno la loro comparsa gli adeguamenti al *fair value* dei derivati non di copertura che a partire dai bilanci 2016 sono riportati fra gli oneri e proventi finanziari. Inoltre sono a considerare anche gli oneri e proventi inseriti in bilancio a seguito dell'iscrizione e valutazione dei debiti e crediti al costo ammortizzato, in quanto sia i flussi monetari iniziali che la distribuzione temporale dei pagamenti e incassi contrattualmente previsti non corrisponde più con la loro iscrizione a bilancio.

Questa configurazione di flusso finanziario potenziale descrive la capacità dell'intera gestione – non solo operativa – di creare risorse per rimborsare i debiti finanziari, remunerare i soci e finanziare eventuali nuovi investimenti senza dover ricorrere a fonti esterne. Le informazioni per la determinazione dell'autofinanziamento in senso ampio sono rinvenibili per la maggior parte anche nei bilanci redatti in forma non ordinaria e questo ne fa un'approssimazione comunque utile in quelle imprese che non redigono il Rendiconto finanziario. Qualora il set informativo fosse ancor più ristretto si possono determinare configurazioni di *cash flow* meno precise, prevedendo la detrazione dal risultato economico dei soli ammortamenti, accantonamenti ai fondi e delle svalutazioni.

L'autofinanziamento in senso ampio è destinato, fra l'altro a remunerare i soci dell'impresa, per cui è diffuso il calcolo di una versione che defalchi l'eventuale utile da distribuire, il quale rappresenta un flusso monetario di prossima uscita che diminuisce l'ammontare del *cash flow* disponibile per la crescita interna. Il «*cash flow* netto» sarà diminuito dai dividendi destinati alla distribuzione e riportati nella delibera di approvazione del bilancio presentata all'assemblea dei soci:

- $Cash\ flow\ netto = Cash\ flow - Dividendi\ deliberati$

Nelle microimprese e nelle società di persone, la remunerazione dei soci che non siano già retribuiti come amministratori avviene attraverso i prelievi che i soci stessi effettuano durante l'esercizio e che costituiscono una sorta di acconto sugli utili realizzati. Pertanto, la formula di determinazione del *cash flow* netto prevede una configurazione che tiene conto del credito nei confronti del socio che muta ad ogni prelievo effettuato e che può

portare anche a valori negativi del *cash flow* netto:

- $Cash\ flow\ netto = Cash\ flow - \text{Variazione del prelievo dei soci nell'esercizio}$

Mentre i due flussi finanziari precedenti sono calcolati avendo a mente l'intera gestione, una configurazione di *cash flow* che sia limitata alla sola gestione caratteristica risulta più significativa anche all'analista esterno per la capacità di segnalare l'attitudine dell'impresa a generare risorse finanziarie con l'attività che caratterizza il suo *core business*. L'indicatore in questo caso si denomina «*cash flow* operativo» e per la sua costruzione è identificabile con il MOL o EBITDA caratteristico rintracciabile nel Conto economico riclassificato a Valore della produzione e Valore aggiunto. Nonostante l'EBITDA non coincida con la liquidità generata nell'esercizio, nel medio-lungo termine le differenze di fase dei cicli aziendali sfumano e quindi può in questo senso rivelarsi un indicatore approssimato della capacità di generare mezzi liquidi. Nel breve e brevissimo termine, però, non vi sono sucedanei alla determinazione dei flussi di liquidità.²⁸

A conclusione di questo elenco corre l'obbligo di segnalare come l'utilizzo del termine *cash flow* vada sempre accompagnato da specificazione del contenuto e cautela nel suo impiego in quanto viene purtroppo miscelato il significato addotto nei paesi anglosassoni e l'utilizzo nel nostro Paese. A titolo d'esempio, è possibile trovare denominazioni simili inerenti l'area gestionale operativa che riportano a contenuti lievemente ma inesorabilmente distinti:

- il *cash flow* "operativo" appena visto è identificabile con l'EBITDA caratteristico, o MOL riferito alla gestione caratteristica;
- il flusso di capitale circolante netto della gestione caratteristica, talora segnalato come *operational cash flow*, approssima ma non è esattamente equiparabile al MOL di cui sopra;
- l'*operational cash flow* in altre accezioni²⁹ viene definito, con procedimento indiretto, a partire dal reddito netto d'esercizio aggiungendo gli ammortamenti e accantonamenti.

²⁸ D. Busso, A. Devalle, *op.cit.*, p. 22-30.

²⁹ Cfr. G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *op.cit.*, p. 225-226;

Pertanto rispetto al precedente comprende al suo interno anche gli oneri finanziari e le imposte sul reddito.

- Da questi si distingue il *cash flow from operating activities*, un flusso monetario presente nello *Statement of Cash flow* anglosassone che, se calcolato secondo il metodo indiretto, procede anch'esso dal reddito netto contabile eliminando l'effetto delle transazioni che non hanno comportato effetti sulla cassa (i.e. *depreciation, defered taxes*) e le variazioni di capitale circolante netto, per arrivare al flusso monetario proveniente dalla attività operativa.³⁰

La presenza di differenti significati attribuibili ai concetti di *cash flow*, fa sorgere l'obbligo di approfondire il contenuto specifico del flusso finanziario che venga denominato *cash flow* operativo (o simili) per evitare utilizzi impropri.

4.2 La determinazione dei flussi di cassa

La prospettiva monetaria tipica dei flussi di liquidità non adopera i termini impieghi e fonti nella medesima accezione statica tipica dello Stato patrimoniale, nella quale le attività rappresentano fondi di risorse più o meno temporaneamente investiti allo scopo di trarne un beneficio economico futuro e in cui le passività rappresentano fondi di risorse reperite per coprire i fabbisogni creati dagli impieghi alla data di riferimento del bilancio. La prospettiva monetaria considera le attività come flussi in uscita (*cash outflow*) che hanno già avuto luogo e di cui si attende il ritorno attraverso le combinazioni economiche in cui sono investiti; le passività rappresentano quei flussi in entrata (*cash inflow*) che hanno già avuto luogo e che dovranno essere rimborsati in futuro (Tabella 4.3).

Tabella 4.3 – Significato finanziario e monetario di impieghi e fonti

Classi di valori	Significato finanziario	Significato monetario
Attività	Investimenti	<i>cash outflow</i> avvenuti, ma ancora da recuperare
Passività	Finanziamenti	<i>cash inflow</i> avvenuti, ma ancora da rimborsare
Patrimonio netto	Finanziamenti	<i>cash inflow</i> avvenuti, ma ancora da rimborsare
Fondo TFR	Finanziamenti	<i>cash inflow</i> avvenuti tramite i ricavi, ma ancora da trasformare in <i>cash outflow</i>

³⁰ Cfr. S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *Corporate finance*, op.cit., p. 32-33; D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, op.cit., p. 1417-1422.

Fondi ammortamento e svalutazione	Quota di investimenti recuperata	<i>cash outflow</i> recuperati tramite l'uso di investimenti consolidati che genera <i>cash inflow</i> tramite gli ammortamenti
Riserve di utile	Risorse monetarie trattenute	<i>cash inflow</i> non trasformato in <i>cash outflow</i> per mancata distribuzione dell'utile (autofinanziamento in senso stretto)
Utile d'esercizio	Risorse monetarie che eccedono quelle utilizzate	<i>cash inflow</i> avvenuti, tramite i ricavi, che eccedono la quota destinata al recupero degli investimenti (ammortamenti) e i <i>cash outflow</i> destinati ai costi monetari di produzione

Fonte: Adattamento da P. Mella, M. Navaroni (2015, p. 101)

I *cash flow* monetari che formano il contenuto del Rendiconto finanziario così come introdotto dalla recente riforma, si definiscono succintamente in variazioni elementari delle disponibilità liquide ovvero in entrate ed uscite di mezzi di pagamento e si possono determinare attraverso metodologie diverse.

Si è già discussa la presenza di due metodi alternativi nel Rendiconto finanziario civilistico per il calcolo del Flusso finanziario dell'attività operativa: un metodo diretto ed uno indiretto. Questa dicotomia si può ripresentare anche nella determinazione dei flussi di cassa d'esercizio da inserire successivamente in rendiconti finanziari aventi formati espositivi e strutture differenti da quella indicata dal principio contabile OIC 10.

Il metodo indiretto mira alla costruzione di aggregati monetari rilevanti tramite somme algebriche di flussi economici e variazioni patrimoniali e viene utilizzato in modo estensivo da parte di analisti esterni nei casi in cui il Rendiconto finanziario non sia parte del bilancio d'esercizio depositato. Tale situazione si presenterà con più frequenza nelle imprese di minore dimensione che sono esonerate dall'obbligo di redazione qualora non redigano il bilancio in forma ordinaria. L'analista avrà in questi casi a disposizione solo i prospetti e le note facenti parte del fascicolo di bilancio e ciò pone una serie di vincoli causati dalla limitatezza delle informazioni supplementari disponibili e necessarie alla sua costruzione e porta l'analista configurare un processo denso di ipotesi e congetture. Ad esempio, per determinare il flusso di oneri finanziari effettivamente pagati nell'esercizio, occorrerà rettificare la voce C.17 Interessi e altri oneri finanziari dalla variazione dei ratei e risconti relativi solamente alle operazioni di finanziamento. Purtroppo non è sempre disponibile il dettaglio per la separazione dei ratei e risconti tra

finanziari e operativi e ciò determina una ineliminabile imprecisione nel calcolo dei flussi. Il metodo indiretto mira alla composizione di aggregati significativi di flussi da esporre secondo la struttura di rendiconto adottata dall'analista che può, per esigenze gestionali essere differente da quella definita dai principi contabili.³¹ Pertanto la scelta inerente la forma espositiva adottata, fra le varie esistenti in letteratura e nella prassi, determina gli aggregati monetari esposti e la loro tecnica di calcolo.

Il Masia, ad esempio, nella costruzione dell'analisi della variazione del capitale circolante netto operativo, v'inserisce anche le poste di TFR e dei fondi rischi ed oneri di natura operativa (vedi Figura 4.4), in maniera analoga a quanto proposto in Tabella 3.11.

Figura 4.4 – Composizione del Capitale circolante netto operativo

CI1,2,3,4,5/a.	Rimanenze di mat. Prime, prod. in corso, semil., prod. finiti, merci e acconti	più
CI11/a.-N.I.	Crediti verso clienti (esclusi quelli derivanti da cessioni di immobilizzazioni)	più
CI2,3,4/a.-N.I.	Crediti verso imprese controllate, collegate e controllanti (di natura commerciale)	più
CI5/a.-N.I.	Crediti verso altri (di natura operativa)	più
D/a.-N.I.	Ratei e risconti attivi (di natura operativa)	più
D5/p.	Acconti	meno
D6/p.-N.I.	Debiti verso fornitori (esclusi quelli derivanti da acquisto di immobilizzazioni)	meno
D7/p.-N.I.	Debiti rappresentati da titoli di credito (esclusi quelli finanziari)	meno
D8,9,10/p.-N.I.	Debiti verso imprese controllate, collegate e controllanti (di natura commerciale)	meno
D11/p.	Debiti tributari	meno
D12/p.	Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale	meno
D13/p.-N.I.	Altri debiti (di natura operativa)	meno
E/p.-N.I.	Ratei e risconti passivi (di natura operativa)	meno
C/p.	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	meno
B1,2,3/p.-N.I.	Fondi per rischi e oneri operativi (esclusi i fondi con natura di riserve di utili)	meno
Capitale circolante netto operativo		Σ algebrica

Fonte: G. Masia (1997, p. 132)

Definito in tale modo il CCNO relativo allo Stato patrimoniale finale, ne calcola la variazione rispetto alla medesima configurazione dell'esercizio precedente e ottiene un flusso – finanziario – di CCNO. Tale variazione, positiva o negativa, sarà poi

³¹ Cfr. G. Masia, *op.cit.*, p. 131-136; C. Marcon, *Dal bilancio civilistico ai prospetti contabili riclassificati*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 252-280.

algebricamente sommata al flusso – economico – di circolante della gestione corrente proveniente dalla somma di MOL e delle imposte di esercizio, per calcolare il flusso di cassa prodotto dalla gestione caratteristica (Tabella 4.5). Quest’ultimo misura il reddito caratteristico reso in termini monetari e rappresenta l’informazione di maggiore significatività per l’analisi della situazione finanziaria dinamica, giacché descrive la quantità di disponibilità liquide prodotte durante il periodo dall’attività che costituisce la funzione economico-tecnica dell’impresa stessa e in cui impegna le proprie competenze distintive.

Tabella 4.5 – Composizione del Flusso di cassa della gestione caratteristica

Collocazione	Voce	Operatore
	Valore della produzione caratteristica dell’esercizio	Più
	Costi della produzione caratteristica dell’esercizio	Meno
	Risultato operativo	Σ algebrica
B.10 a, b/e	Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	Più
B.10 c/e	Svalutazioni delle immobilizzazioni materiali e immateriali	Più
	Margine operativo lordo (MOL)	Σ algebrica
21/e	Imposte sul reddito dell’esercizio	Meno
	Flusso di circolante della gestione caratteristica	Σ algebrica
	Δ Capitale circolante netto operativo (Δ CCNO)	Meno
	Flusso di cassa della gestione caratteristica (FCGC)	Σ algebrica

Fonte: Adattamento da G. Masia (1997, p. 132)

L’Autore costruisce queste configurazioni esplicitando due risultati intermedi dell’analisi delle variazioni di liquidità, partendo da flussi economici (MOL ed imposte sul reddito) per pervenire ad un flusso monetario (FCGC) passando attraverso una variazione finanziaria (Δ CCNO). La costruzione degli aggregati deriva direttamente dalla forma espositiva che intende mettere in risalto e fornire in modo immediato al fruitore dell’analisi anche le componenti del flusso di cassa della gestione caratteristica e non solamente il valore. Inoltre la coerenza rispetto alla modalità di riclassificazione delle poste di bilancio porta le imposte d’esercizio ad essere detratte nella loro interezza dal MOL e quindi ad inserire anche la posta dei debiti tributari, di conseguenza, nel calcolo del CCNO.³² Soluzioni alternative proposte in letteratura scompongono la variazione globale di CCNO in subcomponenti separando, ad esempio, le variazioni del fondo TFR e

³² G. Masia, *op.cit.*, p. 45-47.

dei fondi rischi ed oneri dalle variazioni delle altre componenti del CCNO.³³

La costruzione degli aggregati ritenuti rilevanti dipende quindi non solo dall'esposizione delle cause esogene della variazione delle disponibilità liquide nel periodo ma altresì dalle informazioni che l'analisi per flussi implementata mira a rendere evidenti al destinatario del rendiconto gestionale. Questo è altrettanto vero per i risultati ottenuti col metodo diretto di calcolo dei flussi.

Il metodo diretto di costruzione è più analitico e laborioso ma consente la scrematura delle poste patrimoniali ed economiche del bilancio e trasformazione in poste che raggruppano secondo natura i flussi rilevanti dal punto di vista monetario. I ricavi di vendita presenti secondo competenza nel Conto economico si convertono in ricavi incassati: *cash inflow* provenienti dalla cessione di beni e servizi. I costi d'acquisto delle materie prime si convertono in *cash outflow* riscontrati durante l'esercizio. Il valore contabile degli impianti lascia posto ai flussi monetari conseguenti alle operazioni di acquisto e cessione che hanno avuto impatto sulla liquidità. Tali flussi di cassa, una volta definiti, potranno essere aggregati e disposti secondo le modalità ritenute maggiormente esplicative e quindi in questo senso quello diretto è un metodo i cui risultati sono relativamente autonomi da una specifica forma espositiva: i flussi monetari determinati sono di per sé dotati di capacità informativa.

Lo svantaggio del metodo diretto di costruzione è dato dal set informativo necessario alla sua costruzione e quindi dall'adeguatezza del sistema informativo da cui provengono i dati. Oltre ai due Stati patrimoniali contigui ed al Conto economico riferiti all'esercizio in esame si avrà necessità d'una serie di informazioni supplementari inerenti gli accadimenti d'esercizio il cui contenuto non è necessariamente disponibile all'interno della Nota integrativa, in particolare quando questa si attiene unicamente alle disposizioni legislative. Inoltre richiede un livello di possesso di competenze contabili mediamente più elevato data la complessità che alcune operazioni di calcolo rappresentano.³⁴

L'applicazione del metodo di calcolo diretto si può basare, per l'analista interno, direttamente sulle risultanze della CoGe e si compone di almeno tre fasi, piuttosto

³³ Tale procedimento è seguito ad esempio da C. Marcon, *ult.op.cit.*, p. 260-262.

³⁴ M.S. Avi, *Rendiconto civilistico: problemi di calcolo e loro impatto sulla legittimità del bilancio*, cit., p. 860-868.

consolidate nella letteratura dedicata alla costruzione dei rendiconti gestionali:³⁵

1. S'inizia con il calcolo delle variazioni patrimoniali «grezze», denominate anche «flussi apparenti», che scaturiscono dalla mera sottrazione delle risultanze patrimoniali di fine periodo con quelle di inizio periodo (i.e. la fine dell'esercizio precedente). A queste si accostano i flussi provenienti dalla situazione economica, che fungono da saldatura temporale fra i valori dei due periodi e che mostrano la visione degli accadimenti di gestione secondo il criterio della competenza economica.
2. Si procede con la rettifica di tali flussi apparenti per eliminare tutte le operazioni contabili (i.e. ammortamenti e svalutazioni) che non hanno causato movimenti della liquidità, a partire dalle voci del conto economico. Si tratta per lo più dell'applicazione di un'operazione contabile inversa a quella che ha generato la scrittura con cui sono stati rilevati costi e ricavi e variazioni finanziarie di patrimonio: una sorta di *reverse engineering* contabile, col quale si procede da un livello di astrazione maggiore rappresentato dai flussi apparenti ad un livello minore rappresentato dai movimenti di mezzi monetari.
3. Successivamente si pone attenzione alla separazione dei flussi rettificati che derivano da somme di variazioni di segno opposto (c.d. "flussi somma") per esplicitare in maniera distinta ognuna delle variazioni monetarie che possono essere il risultato di accadimenti diversi, seguita dalla aggregazione delle variazioni elementari che si riferiscono alla medesima fonte o fabbisogno. Ad esempio, gli incassi di una vendita di un cespite possono occultare parte del flusso relativo ad un acquisto nella stessa categoria di cespite. Mentre la variazione grezza riporta il solo saldo delle compravendite, le due operazioni sono da distinguere sia per il loro significato economico sia per il differente peso che hanno avuto nella gestione.

I flussi monetari, infatti, possono essere suddivisi in fonti e fabbisogni secondo la loro caratteristica di aver assorbito o generato ammontari di liquidità. Le fonti identificano i flussi che hanno rappresentato dei *cash inflow* ossia delle entrate monetarie. Ciò si verifica laddove diminuisce una posta dell'attivo, aumenta una posta del passivo o

³⁵ Cfr.: V. Coda, *L'analisi della dinamica finanziaria*, in V. Coda, G. Brunetti, M. Barbato Bergamin, *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, ETAS, Milano, 1974, p. 107; C. Caramiello, *op.cit.*, p. 140-141; M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 269-270.

aumenta una posta di patrimonio netto.

In maniera speculare, i fabbisogni riguardano i flussi che hanno rappresentato dei *cash outflow* ossia delle uscite monetarie, nei casi in cui: aumenta una posta dell'attivo, diminuisce una posta del passivo o diminuisce una posta di patrimonio netto.

I ricavi ed i costi presenti nella situazione economica sono considerati rispettivamente fonti e fabbisogni (apparenti) di liquidità vista la loro relazione in aumento o diminuzione del reddito netto di esercizio, parte ideale del patrimonio netto.

Il processo di determinazione dei flussi di cassa si traduce nella predisposizione di un foglio di lavoro a più colonne nel quale inserire: la situazione patrimoniale iniziale, la situazione patrimoniale finale e la situazione economica (costi e ricavi) a sostituzione del valore dell'utile d'esercizio presente nel patrimonio netto finale. Tale modalità consente di rendere analitico il flusso somma del reddito di esercizio riportato nella situazione patrimoniale finale, consentendo di scomporlo nelle sue componenti economiche elementari e di associare nell'analisi l'effetto dei flussi economici sulle variazioni patrimoniali. Il valore del risultato economico (positivo o negativo) presente nello Stato patrimoniale iniziale, al contrario, è un valore che durante l'esercizio oggetto dell'analisi dovrà essere studiato secondo quello che è stata la sua destinazione o la sua copertura e che potrà quindi aver generato uscite o entrate di cassa, così come dei movimenti puramente contabili (i.e. destinazione a riserva).

Il foglio di lavoro consente di tracciare ogni singolo flusso apparente. Per la realizzazione delle ulteriori due fasi si può operare utilizzando un metodo «ragionato» che analizza e scompone singolarmente le variazioni apparenti rilevate con il supporto delle informazioni supplementari presenti. Si procede a sterilizzare gli effetti contabili non rilevanti dal punto di vista monetario e ricostruire il flusso reale finale con l'ausilio di conteggi separati rispetto al foglio di lavoro vero e proprio, all'interno del quale verranno riportati solamente i risultati finali della determinazione dei flussi di cassa.

L'alternativa al metodo ragionato è rappresentata da un metodo di rettifiche attuate attraverso la tecnica partiduplistica applicata direttamente al foglio di lavoro in due colonne attigue a quelle delle variazioni grezze: un'iscrizione modificativa di una variazione grezza in dare a cui corrisponde un'iscrizione di pari importo in avere. La scrittura dovrà riproporre in senso inverso l'operazione che ha dato luogo al valore riscontrato a bilancio. Effettuate tutte le rettifiche, che necessariamente dovranno bilanciare i propri totali, si dovranno raccogliere a sintesi gli importi per ogni singola voce,

similmente ad una chiusura dei conti di mastro, per determinare il flusso netto di cassa realizzato.³⁶

Invece di pervenire al calcolo dei flussi netti di cassa, la medesima tecnica permette la possibilità di arrivare a risultati finali dell'elaborazione di natura "mista": di liquidità e di circolante. Per ottenere i flussi di circolante basterà, tra gli altri, evitare di rettificare gli acquisti e le vendite con le variazioni rispettive dei debiti verso fornitori e dei crediti verso clienti che rappresentano flussi finanziari ma non monetari. Qualora l'interesse principale sia il medesimo individuato in Tabella 4.5, ossia mostrare la formazione del flusso di cassa della gestione caratteristica nelle due dimensioni che lo compongono – quella di origine reddituale proveniente dal flusso di circolante della gestione caratteristica e quella di origine patrimoniale derivante dalla variazione del CCNO – allora la fase di rettifica si può convenientemente arrestare fino a le sole componenti degli aggregati di cui sopra.

Queste componenti saranno costituite da flussi di capitale circolante e potranno essere raggruppate in tabelle complementari al rendiconto finanziario nelle quali, usando un procedimento simile a quello indiretto, saranno assemblate fino a formare i due aggregati ritenuti significativi per spiegare la formazione del flusso monetario proveniente dalla gestione caratteristica (Tabella 4.6).

Tabella 4.6 - Esempio di tabella complementare di determinazione del Flusso di cassa della gestione caratteristica

	Fabbisogni	Fonti
Ricavi		X
Variazione rimanenze di prodotti finiti		X
Acquisti di materie prime	X	
Prestazioni di servizi	X	
Salari e stipendi personale dipendente	X	
Quota TFR	X	
Oneri diversi di gestione caratteristica	X	
<i>Flusso di Capitale circolante netto della gestione caratteristica</i>		X
	Fabbisogni	Fonti
Variazione Crediti verso clienti	X	
Variazione Rimanenze	X	
Variazione Debiti verso fornitori	X	

³⁶ Cfr.: U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio*, op.cit., p. 173-206; M.S. Avi, op.cit., p. 344-348.

Variazione Cambiali passive	X	
Variazione Ratei passivi	X	
Variazione TFR		
<i>Variazione del Capitale circolante netto operativo</i>	X	
Flusso di cassa della gestione caratteristica		X

Fonte: Adattamento da U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon (2016, p. 124)

Tra i diversi fattori di questa soluzione espositiva, Ferrarese ad esempio ritiene che in questo modo non venga persa *“la duplice informativa relativa sia alla capacità di generare nuove risorse reddituali da parte dell’impresa, sia alla misura in cui si rendono monetariamente disponibili”* fornendo così una chiave di lettura ulteriore per identificare le cause di generazione di una determinata performance a livello monetario.³⁷

Stante la presenza in ogni caso del foglio di lavoro come supporto tecnico per una tenuta corretta delle scritture di variazione e dei risultati conseguenti, il vantaggio del metodo a rettifiche è quello di essere maggiormente adatto alla trasposizione in algoritmi e quindi traslabile in applicativi informatici che calcolino i flussi di cassa a partire dagli input di partenza. Lo svantaggio è però dato dalla difficoltà, una volta effettuate le rettifiche, di operare in modo automatico le distinzioni delle voci che vanno sommate e raggruppate qualora ad una medesima voce siano riferiti più flussi di segno opposto.

Tabella 4.7 – Esempio di applicazione scorretta e corretta di sommatoria delle rettifiche

Voce contabile	1/1	31/12	Fabbisogno apparente	Fonte apparente	Rettifica fabbisogni	Rettifica fonti	Fabbisogni reali	Fonti reali
Prestiti obbligazionari	2.000	2.400		400	300 400	300		0
Crediti verso obbligazionisti	0	400	400			400	0	
Voce contabile	1/1	31/12	Fabbisogno apparente	Fonte apparente	Rettifica fabbisogni	Rettifica fonti	Fabbisogni reali	Fonti reali
Prestiti obbligazionari	2.000	2.400		400	300 400	300	300	300
Crediti verso obbligazionisti	0	400	400			400	0	

Fonte: Elaborazione personale

Si ipotizzi, come nell’esempio riportato in Tabella 4.7, al rimborso di una parte di un prestito obbligazionario (300) e alla contestuale emissione di una nuova *tranche* di

³⁷ P. Ferrarese, *La dinamica finanziaria. Flussi e rendiconto finanziario*, in U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 105.

obbligazioni di cui una parte non ancora versata (400). L'applicazione pedissequa e meccanica del metodo delle rettifiche contabili porterebbe a perdere nozione della duplicità dell'operazione svolta e ne segnalerebbe solamente il saldo finale pari a zero, mentre i flussi monetari rilevanti appartengono a due operazioni diverse: una fonte (300) data dal versamento ricevuto e un fabbisogno di uguale importo dato dal rimborso.

La problematicità risiede nella separazione delle rettifiche e nell'individuazione dei flussi reali di cassa all'atto della loro sommatoria finale. La capacità dell'analista di effettuare questa separazione di valori in modo da ricostruire i movimenti effettivamente realizzatisi è essenziale per una corretta esposizione dei flussi reali ed implica non solamente la conoscenza del mero funzionamento della tecnica contabile, ma parimenti l'abilità nel discernere il significato che questi valori possiedono per nella descrizione dell'equilibrio finanziario dinamico. È pertanto possibile affermare che i presupposti per l'applicazione corretta del metodo tramite rettifiche sono i medesimi che consentono l'applicazione del metodo ragionato e si sostanziano in una conoscenza approfondita del funzionamento della tecnica partiduplistica associata alla comprensione della diversa natura delle poste che vengono analizzate al fine di determinare correttamente i flussi di cassa ed evitare la redazioni di rendiconti finanziari scorretti, passibili di invalidità formale ed inutili per l'apprezzamento della gestione.

4.3 Breve excursus storico del rendiconto finanziario

La nascita del rendiconto finanziario, quale documento di integrazione della situazione patrimoniale ed economica che esibisce le variazioni intervenute nelle poste patrimoniali e presenta la prospettiva della dinamica finanziaria, non è determinabile con certezza ma si può far risalire a periodi oltremodo remoti. In un articolo del 1969 gli studiosi nordamericani L.S. Rosen e Don T. DeCoster,³⁸ rintracciarono i primi esempi di redazione documentale in cui si presentano dei flussi di fondi (*flow of funds*) giungendo a ritroso fino a più di un secolo.

Già nel 1863 la statunitense Northern Central Railroads pubblicò un riepilogo delle transazioni finanziarie (*Summary of the Financial Transactions of the Company*) in cui si esponevano in una colonna la consistenza iniziale di cassa al 1° gennaio ed i principali

³⁸ L.S. Rosen, Don T. DeCoster, "Funds" Statements: A Historical Perspective, in «The Accounting Review», January 1969, p. 124-136.

incassi, mentre in un'altra colonna si elencavano la consistenza finale di cassa al 31 dicembre e i principali pagamenti per spese d'esercizio e investimenti. Nel 1862, la società inglese Assam Company aveva già predisposto un documento simile che riportava le variazioni al 31 marzo di cassa, banca e valori bollati. Queste prime documentazioni testimoniano la necessità percepita a livello pratico prima ancora che teorico di tracciare le variazioni intervenute nella consistenza dei mezzi di pagamento.

Nel 1881, l'American Bell Telephone Company pubblicò il suo bilancio annuale al 28 febbraio includendo un "*Cash Statement*" in cui si riportava il subtotale riferito alle "*operating expenses*", ponendo per la prima volta la distinzione fra elementi ricorrenti o caratteristici della gestione aziendale e risultati derivanti da attività meno frequenti.

Nel 1893, la Missouri Pacific Railway Company e le sue consociate furono a loro volta pioniere nel proporre un prospetto indicante le variazioni di tutte le fonti ed impieghi, denominato "*Statement showing Resources and their Applications during the year 1893*". Pur differenziando i cambiamenti intercorsi fra le poste dello stato patrimoniale, tale prospetto non spiegava con efficacia la formazione della liquidità ed i suoi mutamenti.

Nel 1897, l'autore Thomas L. Greene presentò nel suo volume *Corporate finance* un "*Summary of Changes in the Position of the Company*" che suddivideva in due sezioni le variazioni grezze patrimoniali intervenute nel periodo, accorpando i fabbisogni in una sezione (*Expenditures: for what purpose incurred*) e le fonti nell'altra (*Resources: whence derived*).³⁹

Nel frattempo gli stati patrimoniali di inizio secolo cominciarono a mostrare totali distinti per le attività e passività correnti e la diffusione nell'impiego degli antenati dei rendiconti finanziari nella prassi aziendale risulta dalla presenza di quesiti inerenti la loro redazione negli esami per l'abilitazione a CPA⁴⁰ dello stato di New York nel 1898.

Nel 1902, pertanto, la United States Steel Corporation and Subsidiary Companies potè presentare uno "*Summary of Financial Operations of All Properties ... Showing the Net Resources fo the Year and Disposition Thereof*". Le particolarità degne di nota di questo documento furono due: la presentazione delle variazioni intervenute in aumento delle

³⁹ Cfr. L. Potito, *Il rendiconto finanziario nelle imprese*, Giannini, Napoli, 1980, p. 10; P. Mella, M. Navaroni, *Il Cash Flow efficace strumento di analisi di bilancio*, in «Economia Aziendale Online», Vol. 6. 3/2015, DOI: 10.6092/2038-5498/6.3.99-114, p. 100.

⁴⁰ CPA (Certified Public Accountant) è la qualifica dei soggetti che possono esercitare la professione contabile e la loro associazione (AICPA) è tra i membri del FASB, l'attuale standard setter statunitense.

attività correnti, diminuite successivamente dai debiti a breve, e la sua struttura espositiva che introduceva un antesignano del metodo indiretto di esposizione che partiva dal reddito netto e vi sommava i costi non monetari come l'ammortamento, dando la stura ad una tradizione arrivata fino all'epoca contemporanea. Nel documento del 1903 si assiste ad una evoluzione ulteriore con l'illustrazione dei cambiamenti avvenuti nei conti afferenti il capitale circolante netto.

Già all'inizio del secolo scorso, le fonti professionali prevedevano almeno quattro differenti tipologie di rendiconto atte ad esporre la situazione finanziaria ed aventi ad oggetto risorse finanziarie differenti: la cassa, le attività correnti, il capitale circolante netto. Queste mostravano i movimenti nelle poste più liquide del patrimonio. A loro si aggiungeva il prospetto che mostrava le variazioni di tutte le voci di stato patrimoniale, adottato per superare le limitazioni informative derivanti dalla presenza della sola situazione economica. Nascono così le contrapposizioni dottrinali inerenti quale tipologia di rendiconto sia il più indicato per la comunicazione esterna della dinamica finanziaria aziendale.

Tra il 1908 ed il 1921, l'autore William Morse Cole pubblicò una serie di volumi in cui mostrò una versione che da allora fu considerata – come si è visto impropriamente – il primo vero tentativo di integrare l'analisi finanziaria aziendale attraverso la redazione di un documento che riportasse i movimenti di liquidità causati da transazioni coi terzi (*inter-entity*). Invero, la sua importanza risiede nel fatto di aver dedicato un trattato all'argomento, in modo da iniziare un'opera di sistemazione teorica delle esperienze provenienti dalla prassi aziendale. Quel periodo storico era caratterizzato, in particolare negli Stati Uniti, da una forte turbolenza ambientale e contrassegnato da bilanci aziendali poco attendibili, frequenti bancarotte e dall'introduzione della prima tassazione sul reddito a seguito dello scoppio della Prima guerra mondiale, motivo per cui i prestatori di capitale – *in primis* le banche – anelavano una documentazione più completa della situazione finanziaria. Le inquiete condizioni ambientali furono probabilmente una concausa di una certa vaghezza di Cole nel descrivere la funzione precipua da assegnare al rendiconto (misurare la solvibilità aziendale *versus* attestare l'attendibilità del bilancio) che, unita all'inclusione di talune rilevazioni intragruppo (*intra-entity*) nello schema ne minavano l'omogeneità. Inoltre, il suo prospetto di rendiconto finanziario generale non mostrava con efficacia le variazioni di liquidità e le transazioni più rilevanti, ma unicamente uno stato patrimoniale "rettificato", contribuendo ad alimentare invece di

risolvere la diatriba su quale prospetto fosse il più confacente ad integrare la reportistica di bilancio.

Lucio Potito, nel suo lavoro dedicato al rendiconto finanziario, riporta il prospetto variazioni patrimoniali proposto da Cole nel 1908 (*Where-got Where-Gone Statement*) e lo descrive come una semplice comparazione di due stati patrimoniali consecutivi ed in una risistemazione delle variazioni in due sezioni distinte a seconda che abbia ad oggetto aumenti di attività e diminuzioni di passività o viceversa. Nel 1921, il prospetto cambio nome in "*Summary of Balance Sheet Changes*" e le due sezioni divennero "*Application of Values*" e "*Source of Values*".⁴¹

Nel 1914, P.J. Esquerre, inserendosi nella disputa dottrinale e cercando di superare la vaga definizione del lavoro di Cole, propose il suo "*Statement of Resources and of their Application*", preparato sempre in due sezioni separate, a loro volta suddivise al loro interno per classificare le attività finanziarie derivanti dalle transazioni *inter-entity*, senza però riuscirvi completamente. Nella decade fra il 1910 e il 1920, resistevano ancora molte scuole di pensiero differenti, ognuna delle quali forniva una soluzione formale autonoma senza soffermarsi su quale delle presenti godesse della maggiore capacità informativa.

Alla fine del decennio e per buona parte degli anni Venti del Novecento, H.A. Finney – influenzato dal lavoro del suo predecessore Seymour Walton al *The Journal of Accountancy*⁴² – propose una versione riveduta del prospetto dei flussi di fondi della U.S. Steel Corporation del 1903 che utilizzava come fondo di riferimento il *working capital* e che allo stesso tempo bilanciava le fonti e gli impieghi. Lo schema del 1923 denominato *Statement of Application of Funds*, superava la visione da prospetto delle variazioni patrimoniali totali e raggruppava da una parte la variazione complessiva di capitale circolante netto, che veniva illustrata analiticamente in un separato prospetto, e dall'altra le variazioni del capitale fisso o consolidato.⁴³

Nonostante una serie di diatribe accademiche documentate da Rosen e DeCoster, in particolare nel 1925, sull'uso improprio del termine *fund* al posto di *resource* e sulla natura e definizione dei concetti di fondo e di flussi di valore, la preferenza per una misura che desse conto della situazione finanziaria a breve come il capitale circolante netto

⁴¹ L. Potito, *op.cit.*, p. 8-9.

⁴² L.S. Rosen, Don T. DeCoster, *op.cit.*, p. 127-128.

⁴³ Cfr. L.S. Rosen, Don T. DeCoster, *op.cit.*, p. 129; L. Potito, *op.cit.*, p. 22.

s'impose fra gli accademici e fra gli operatori del settore contabile per oltre un quarto di secolo. Questo fatto fu peraltro favorito dalla insistita azione di Finney nella molteplice qualità di insegnante, redattore allo «*Students' Department*» del *The Journal of Accountancy* e autore di diversi manuali di largo utilizzo per l'insegnamento della contabilità, tanto da creare un vasto consenso intorno all'utilizzo del capitale circolante netto come risorsa fondamentale di analisi dei flussi finanziari. L'egemonia era agevolata anche da ragioni pedagogiche che individuavano la possibilità, per gli esaminatori, di testare in modo più approfondito la conoscenza del funzionamento del sistema contabile attraverso la redazione del rendiconto delle variazioni del capitale circolante netto, piuttosto che di un prospetto che tenga conto di tutte le variazioni intervenute nello stato patrimoniale. Ciononostante i sostenitori della preminenza del rendiconto generale delle fonti e degli impieghi non mancarono.

A partire dagli anni Cinquanta, dopo vari interventi di perfezionamento delle tecniche di redazione, classificazione delle voci in categorie omogenee e separazione dei flussi inerenti le medesime voci contabili, il rendiconto si diffuse sempre più anche tra le aziende, in particolare a partire dal 1954, diventando uso comune nella reportistica di bilancio in USA e Canada. Le ragioni sono da ricercare, sempre secondo Potito,⁴⁴ nella maggiore attenzione agli strumenti formali di pianificazione e controllo da parte di imprese che raggiungevano oramai dimensioni, raggio d'azione e complessità considerevoli,⁴⁵ unita alla comparsa del fenomeno inflattivo che rendeva via via meno significativi i valori assoluti presentati nella situazione patrimoniale e spostava l'attenzione da strumenti più complessi, fondati sul principio di competenza economica, a strumenti più semplici e d'immediata comprensione.

Nel 1963 l'Accounting Principle Board (APB) con l'emanazione del suo *Opinion* n.3 raccomandò la redazione del rendiconto denominato "*Statement of source and application of funds*" e favorì la sua diffusione fra gli operatori dopo più di un secolo di tentativi ed approcci inerenti la sua preparazione e interpretazione. Questa eterogeneità di vedute ha condotto ad un eccesso nella quantità di scopi e funzioni attribuite al documento e, come

⁴⁴ L. Potito, *op.cit.*, p. 29-31.

⁴⁵ In questo periodo si accompagna inoltre uno sviluppo e diffusione delle tecniche e strumenti di contabilità analitica e di controllo di gestione nelle grandi aziende. Vedi anche: M. Bergamin Barbato, *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, *op.cit.*, p. 5-7.

conseguenza, ad una varietà di forme espositive create per soddisfare tali scopi.⁴⁶ Tant'è che anche nella seguente *Opinion* n. 19 del 1971 il rendiconto cambiava nome in "*Statement of changes in financial position*" pur rimanendo ancora controversa la questione se si dovesse prendere a riferimento il capitale circolante netto oppure la generalità delle variazioni patrimoniali.⁴⁷ Frattanto, nel 1970, la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), in qualità di autorità di regolazione dei mercati mobiliari statunitensi, rese obbligatorio per le società quotate la sua redazione di un prospetto analogo utilizzando sempre l'appellativo improprio di "*fund statement*".

Nel 1977, lo IASC emanò il proprio standard internazionale IAS 7 *Statement of Changes in Financial Position*, nel quale si veniva privilegiata ancora l'esposizione delle variazioni di capitale circolante netto.

Nel novembre del 1987, il FASB (Financial Accounting Standards Board) rilasciò infine lo standard contabile statunitense (Statement of Financial Accounting Standards) FAS 95 *Statement of Cash Flows* all'interno del quale indicò una posizione innovativa che si sarebbe rivelata in seguito diffusamente accolta. La nuova denominazione del rendiconto finanziario dichiarò in modo incontrovertibile, il mutamento di prospettiva in merito alla scelta della risorsa più confacente a rappresentare la dinamica finanziaria d'impresa: si assistette così al passaggio, nel sistema dell'informativa esterna, ad un rendiconto delle variazioni della liquidità, ritenuto più utile per coadiuvare le decisioni manageriali rispetto ai movimenti di circolante o al rendiconto delle variazioni generali.

Tale mutato orientamento si riverberò anche nella posizione dello IASC che nel 1992 emise una revisione allo IAS 7 denominandolo espressamente "*Cash Flow Statements*" adottando anch'esso la liquidità come risorsa della quale calcolare le variazioni. Essa era formata dal denaro disponibile, dai depositi liberamente prelevabili e dai *cash equivalents*,⁴⁸ confermando tale scelta anche nella versione del 2007 allineando la denominazione in modo identico allo SFAS 95 da cui prese evidentemente ispirazione.⁴⁹

Un percorso simile si è ravvisato in Italia a seguito dell'emanazione nel 1977, da parte della Commissione Paritetica per la Statuizione dei Principi Contabili istituita presso il Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti e il Consiglio Nazionale dei ragionieri, del

⁴⁶ L.S. Rosen, Don T. DeCoster, *op.cit.*, p. 124 e 136.

⁴⁷ C. Caramiello, *op.cit.*, p. 22.

⁴⁸ U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio*, *op.cit.*, p. 212-214.

⁴⁹ B. Elliott, J. Elliott, *Financial accounting & reporting*, *op.cit.* p. 669.

Documento n. 2 *“Composizione e schemi del bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi”*. In esso si manifestava una preferenza, figlia dell’orientamento generale dell’epoca, per un rendiconto finanziario delle variazioni di capitale circolante netto ma era prevista in alternativa la possibilità di redazione del rendiconto finanziario delle variazioni di liquidità.⁵⁰ La redazione del rendiconto non veniva imposta, ma era solamente raccomandata alle imprese per la sua utilità quale *“prospetto supplementare indispensabile per la corretta rappresentazione della situazione patrimoniale-finanziaria dell’impresa in funzionamento”*.

Il recepimento delle direttive contabili europee attraverso il D.Lgs. 127/1991, la riforma del bilancio civilistico e la seguente emanazione da parte della Commissione Paritetica del Documento n. 12 del 1994 che sostituì il precedente, vide un cambiamento di posizione. Fu stressata l’importanza della redazione del rendiconto finanziario per provvedere ai terzi di una completa informativa sulla situazione finanziaria dinamica della società. Inoltre, pur rimanendo la duplice alternativa nella scelta della risorsa finanziaria di riferimento del rendiconto, la preferenza si spostò sul rendiconto in termini di flussi di disponibilità liquide, pur rimanendo *“un atteggiamento «difensivo» nei confronti della precedente preferenza espressa per il capitale circolante”*.⁵¹

Per un ventennio, anche dopo l’aggiornamento del 2005 a seguito della riforma del diritto societario, questa restò la posizione delle fonti professionali italiane che però continuavano a dibattere sulla necessità di includere il rendiconto tra gli strumenti da presentare obbligatoriamente.

Nel 2014, il processo di aggiornamento del sistema dei principi contabili condotto dall’Organismo Italiano di Contabilità portò a dedicare all’argomento un principio contabile apposito – l’OIC 10 Rendiconto finanziario – provvedendo ad allinearsi, con più di vent’anni di ritardo, alla prassi internazionale. Fu previsto di *“eliminare la risorsa finanziaria del capitale circolante netto per la redazione del rendiconto, in quanto considerata obsoleta, poco utilizzata dalle imprese e non prevista dalla prassi contabile internazionale. La risorsa finanziaria presa a riferimento per la redazione del rendiconto è rappresentata dalle disponibilità liquide”*.⁵² Reciso il legame con le posizioni dottrinali e

⁵⁰ U. Sòstero, P. Ferrarese, *Analisi di bilancio*, op.cit., p. 221.

⁵¹ *Ibidem*.

⁵² OIC 10, *Rendiconto finanziario*, 5 agosto 2014, Introduzione, n. 2.

professionali passate, si è imposta infine la supremazia della rendicontazione dei flussi di delle disponibilità liquide rispetto alle altre forme presenti.

L'ultima revisione del 2016 dell'OIC 10 ha riguardato principalmente l'adeguamento dello standard al recepimento del D.Lgs. 139/2015 rompendo infine anche l'ultimo argine esistente ad una sua piena diffusione nel panorama italiano. L'inclusione del Rendiconto finanziario all'interno dei documenti richiesti obbligatoriamente dalle imprese che redigono il bilancio d'esercizio in forma ordinaria ne ha sancito lo *status* di prospetto essenziale per un'informativa esterna completa della gestione aziendale.

Questa breve rassegna storica mostra come la prassi aziendale e professionale si siano sviluppate in maniera non sempre lineare e dimostra come le caratteristiche socioeconomiche dell'ambiente influiscano sulla nascita e l'adozione delle metodologie e degli strumenti contabili. Basti pensare al parallelo che intercorre tra il periodo storico di fine Ottocento e inizio Novecento contrassegnato, in particolare negli Stati Uniti, da turbolenti cambiamenti e mutamenti del paradigma tecnico-economico⁵³ e apertura dei commerci internazionali e il periodo attuale di globalizzazione degli scambi e digitalizzazione dei processi di produzione economica. In entrambe le epoche storiche l'accelerazione impressa dall'innovazione tecnologica e sociale ha creato la domanda di strumenti di supporto adatti a governare il cambiamento.

4.4 Modelli di redazione del rendiconto finanziario delle disponibilità liquide: soluzioni diverse a necessità omogenee

La storia della nascita e consolidamento del rendiconto finanziario ha mostrato quanto accidentata sia stata la sua evoluzione nel corso del tempo. Nato come soluzione sperimentale al bisogno di fornire un'ulteriore dimensione di analisi al set informativo comprendente la struttura del capitale di funzionamento e la formazione del risultato economico d'esercizio, è divenuto fonte di informazioni oramai insostituibili sia agli amministratori che cerchino di allargare lo spettro degli strumenti decisionali a propria disposizione, sia ai soggetti coinvolti indirettamente nella gestione aziendale per poter basare i propri apprezzamenti e le decisioni di allocazione del capitale. Tale varietà di approcci diversi ha portato nel corso della sua più che secolare esistenza alla creazione di

⁵³ M. Rispoli, *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, op.cit., p. 63-66.

diversi formati espositivi, ognuno creato con l'ambizione di evidenziare la genesi e l'utilizzo dei flussi di cassa – o di qualsivoglia risorsa finanziaria presa a riferimento – creati e assorbiti durante l'esercizio. Vista la varietà di possibili applicazioni che lo strumento del rendiconto finanziario può assumere, nel prosieguo si restringerà l'attenzione ai prospetti che espongano flussi di liquidità in accordo con la scelta espressa dal legislatore italiano.

Il tratto comune di ogni forma espositiva è la propensione teleologica alla formazione di risultati, aggregati o margini dotati di significatività che vadano a sanare una determinata lacuna conoscitiva. Come non esiste un dato multiuso che sia dotato di rilevanza assoluta a prescindere dal fabbisogno informativo da soddisfare, così a seconda degli aspetti della gestione monetaria che il redattore del rendiconto desidera approfondire o celare si potranno raggruppare e disporre in maniera alternativa gli stessi flussi di cassa. Nei paragrafi precedente si è fatto cenno della possibilità di modulare la determinazione dei flussi proprio in relazione ai risultati di sintesi che il documento ha lo scopo di proporre ai destinatari dell'analisi. I rendiconti pertanto, e ciò si è notato anche nell'esposizione delle caratteristiche degli schemi adottati dai principi contabili italiani, possono presentare al loro interno una varietà di costrutti contabili e non essere necessariamente formati solo da flussi di liquidità. Nel Rendiconto finanziario civilistico che costruisce il flusso finanziario dell'attività operativa secondo il metodo indiretto, nonostante la sua conformazione sia meno chiara dal punto di vista comunicativo e maggiormente ostica da comprendere per i non specialisti, ha comunque l'indubbio merito di mostrare un valore assimilabile al flusso di cassa della gestione caratteristica e l'aggregato delle variazioni del capitale circolante netto, fornendo due risultati apprezzabili non presenti nell'esposizione tramite il metodo diretto.

Innanzitutto, è possibile proporre un'esposizione dei flussi secondo un prospetto a sezioni divise e contrapposte nel quale saranno divisi i fabbisogni le fonti, riprendendo la struttura delle situazioni patrimoniali da cui le variazioni derivano (Figura 4.8).

Questa tipologia di rendiconto finanziario delle disponibilità liquide è derivata direttamente attraverso alcune rettifiche dal cosiddetto prospetto delle fonti e degli impieghi o rendiconto finanziario generale (*general funds flow statement*)⁵⁴ che ha per

⁵⁴ P. Mella, M. Navaroni, *op.cit.*, p. 101.

riferimento l'intero complesso delle attività e passività d'impresa.

Figura 4.8 – Esempio di rendiconto a sezioni divise e contrapposte

	Δ IMPIEGHI	Δ FONTI	
<i>Investimenti tecnici</i>	+ Investimenti in immobilizzazioni – Disinvestimenti di immobilizzazioni	+ Aumenti di capitale – Rimborsi di capitale	<i>Finanziamenti di capitale</i>
		+ Risultato operativo + Ammortamenti – Imposte sul reddito	<i>Flusso di cassa della gestione corrente</i>
<i>Investimenti finanziari</i>	+ Investimenti in Titoli – Disinvestimenti di Titoli	= Flusso di circolante gestione corrente – Δ Circolante = Flusso di cassa della gestione corrente	
	<i>Remunerazioni esterne</i>	+ Distribuzione di dividendi	+ Obligazioni emesse – Rimborsi di obbligazioni
+ Pagamento di interessi passivi		+ Accensione di altri debiti finanziari (a lungo termine)	
– Incasso interessi attivi		– Rimborsi di altri debiti finanziari (a lungo termine)	
<i>Disponibilità monetarie</i>	+ Δ (netta) Cassa	+ Accensione di altri debiti finanziari (a breve termine)	<i>Finanziamenti a breve termine</i>
		– Rimborsi di altri debiti finanziari (a breve termine)	
	+ Δ (netta) Banca	+ Δ (netta) Debiti bancari	

Fonte: G. Masia (1997, p. 21)

In questa versione, il Masia raggruppa i fabbisogni e le fonti in aggregati secondo la loro pertinenza gestionale, mutuando un criterio utilizzato per la riclassificazione dello Stato patrimoniale. Tra i fabbisogni inserisce gli investimenti e disinvestimenti in immobilizzazioni e la variazione delle disponibilità monetarie. È interessante notare il peculiare accorpamento dei flussi inerenti le remunerazioni esterne sia di capitale proprio (dividendi distribuiti) sia dei mezzi di terzi (interessi passivi pagati) in una sezione a sé, assieme ai proventi finanziari (interessi attivi incassati). Solitamente i dividendi sono classificati all'interno delle attività di finanziamento nella sezione inerente i mezzi propri, mentre gli oneri e proventi finanziari possono ricevere differenti

disposizioni, fra cui frequentemente l'area operativa. Tra le fonti risalta la costruzione e presentazione del flusso di cassa della gestione caratteristica⁵⁵ (FCGC) di cui si presenta la costruzione secondo un metodo indiretto: si mostra cioè l'insieme dei passaggi – in maniera analoga alla Tabella 4.5 – che conducono dal flusso economico (i.e. risultato operativo) al flusso monetario.

Un formato a sezioni divise e contrapposte viene adottato anche dal Bertinetti per l'esposizione dei flussi di cassa storici, intesa non solo all'apprezzamento della gestione trascorsa ma specialmente come fase prodromica alla pianificazione finanziaria di breve e medio-lungo termine (Tabella 4.9).

Figura 4.9 – Esempio di rendiconto con esposizione dell'indebitamento finanziario

Impieghi	Fonti
Δ CCNO (se positivo)	Δ CCNO (se negativo)
MOL (se negativo)	MOL (se positivo)
Investimenti	Disinvestimenti
Δ Posizione finanziaria netta (se migliorata)	Δ Posizione finanziaria netta (se peggiorata)
Imposte liquidate	
Oneri finanziari netti	
Dividendi liquidati	

Fonte: Adattamento da Bertinetti (2000, p. 28)

In tale conformazione l'Autore ha preferito mantenere separate le due componenti del FCGC per valutarle separatamente nel loro segno ed ammontare per riproporre il totale del flusso di cassa della gestione caratteristica in uno schema separato di interpretazione dei flussi monetari. Gli investimenti e disinvestimenti comprendono sia le immobilizzazioni che gli investimenti accessori-patrimoniali, così come i rimborsi ed i nuovi finanziamenti riuniti all'interno dell'aggregato posizione finanziaria netta sono evidenziati in contrapposizione tra loro e non nelle medesima sezione. Le imposte pagate, gli oneri finanziari netti ed i dividendi liquidati, tenuti distinti, rappresentano una area delle remunerazioni che si distingue rispetto allo schema precedente in quanto comprende in quest'ottica particolare anche l'Amministrazione Finanziaria come soggetto esterno che riceve remunerazione per i servizi pubblici forniti.

⁵⁵ Il Masi adotta il termine «corrente» nell'accezione di caratteristico.

La peculiarità che però risalta maggiormente nello schema di Tabella 4.9, è la mancata individuazione ed esposizione della variazione nell'ammontare delle disponibilità liquide. Queste sono celate all'interno delle variazioni della posizione finanziaria netta, la quale è stata ritenuta un aggregato maggiormente rilevante da fornire al lettore, nonché funzionale all'analisi dell'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto e delle sue connessioni con i flussi provenienti dall'attività caratteristica e dalla gestione degli investimenti. Tale decisione deriva inoltre da una scelta antecedente in merito ai criteri coi quali riclassificare gli altri due prospetti quantitativi del fascicolo di bilancio, ovvero il criterio funzionale per lo Stato patrimoniale e il criterio a Valore della produzione e Valore aggiunto per la riclassificazione del Conto economico. In questo caso, in altri termini, si procede alla identificazione dei flussi storici di cassa ma non si ritiene di dover appesantire il rendiconto con l'informazione sull'ammontare della liquidità a inizio e fine esercizio, quanto piuttosto l'effetto che la sua variazione ha avuto nella variazione del livello di indebitamento netto finanziario. Ciononostante il prospetto di Figura 4.9 non diventa per questo un rendiconto delle variazioni della posizione finanziaria netta, giacché la grandezza di cui si calcolano le variazioni esogene è comunque la liquidità, ma risulta essere una interpretazione particolare del rendiconto che non espone la grandezza di riferimento ma la riaggrega secondo un criterio di pertinenza gestionale particolare.

I prospetti redatti a sezioni divise e contrapposte hanno il vantaggio, una volta che i flussi di cassa sono stati raggruppati in aree omogenee, di assemblare e disporre tali aree secondo che individuino maggiormente dei fabbisogni di liquidità o delle fonti di liquidità. Ogni area individuata al suo interno potrà essere formata da flussi di segno opposto (i.e. accensione e rimborso di un prestito) e si sono presentate le due soluzioni precedenti in quanto evidenziano come un medesimo formato può essere strumentale alla comunicazione di informazioni strutturate in modo anche molto eterogeneo.

La forma espositiva dei flussi finanziari di gestione accolta dal principio OIC 10 Rendiconto finanziario è una struttura di tipo scalare, in cui le tre aree di attività individuate (operativa, di investimento e di finanziamento) sono presentate distintamente per evidenziare il contributo separato alla formazione della variazione subita dall'ammontare delle disponibilità liquide durante l'esercizio. Questa modalità espositiva deriva dalla convergenza verso il modello indicato dallo IAS 7, il quale ha preso ispirazione dallo *Statement of Cash Flows* di matrice statunitense, esposto nella sua struttura fondamentale e nel contenuto tipico di ogni sezione in Figura 4.10.

Figura 4.10 – *Statement of cash flow*: struttura e classificazione dei *cash flow*

STATEMENT OF CASH FLOWS	
Cash flows from operating activities	\$XXX
Cash flows from investing activities	XXX
Cash flows from financing activities	XXX
Net increase (decrease) in cash	XXX
Cash at beginning of year	XXX
Cash at end of year	XXX

<p>Operating</p> <p>Cash inflows</p> <ul style="list-style-type: none"> From sales of goods or services. From returns on loans (interest) and on equity securities (dividends). <p>Cash outflows</p> <ul style="list-style-type: none"> To suppliers for inventory. To employees for services. To government for taxes. To lenders for interest. To others for expenses. 	}	Income Statement Items
<p>Investing</p> <p>Cash inflows</p> <ul style="list-style-type: none"> From sale of property, plant, and equipment. From sale of debt or equity securities of other entities. From collection of principal on loans to other entities. <p>Cash outflows</p> <ul style="list-style-type: none"> To purchase property, plant, and equipment. To purchase debt or equity securities of other entities. To make loans to other entities. 	}	Generally Long-Term Asset Items
<p>Financing</p> <p>Cash inflows</p> <ul style="list-style-type: none"> From sale of equity securities. From issuance of debt (bonds and notes). <p>Cash outflows</p> <ul style="list-style-type: none"> To stockholders as dividends. To redeem long-term debt or reacquire capital stock. 	}	Generally Long-Term Liability and Equity Items

Fonte: D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield (2013, p. 229 e 1413)

La preparazione dello *Statement of Cash Flows* richiede l'esecuzione di un procedimento che si riassume in 3 fasi distinte.⁵⁶

⁵⁶ D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 1415-1433.

1. La determinazione della variazione di liquidità, ottenuta dalla differenza tra l'ammontare di fine esercizio e quello relativo alla fine dell'esercizio precedente. Si ricorda altresì che, a seguito di un recente aggiornamento intervenuto nel FAS 95 e pubblicato a novembre 2016 sono cambiate le specifiche della liquidità indicata come risorsa finanziaria di riferimento che in precedenza prevedeva le disponibilità liquide equivalenti (i.e. *cash and cash equivalents*):

“The amendments in this Update require that a statement of cash flows explain the change during the period in the total of cash, cash equivalents, and amounts generally described as restricted cash or restricted cash equivalents. Therefore, amounts generally described as restricted cash and restricted cash equivalents should be included with cash and cash equivalents when reconciling the beginning-of-period and end-of-period total amounts shown on the statement of cash flows. The amendments in this Update do not provide a definition of restricted cash or restricted cash equivalents.”⁵⁷

Nonostante non sia fornita una definizione del contenuto dei *restricted cash or restricted cash equivalents*, si ritiene che essi individuino i depositi vincolati e portafogli titoli che non permettano nel breve termine la piena disponibilità delle somme o degli strumenti finanziari in essi contenuti e che siano stati creati allo scopo di investimento di liquidità o come garanzia di investimenti effettuati o di rimborso di finanziamenti ricevuti. Per tale motivo non rientrerebbero nella definizione data sia dallo IAS 7 e tantomeno dal più restrittivo principio OIC 10.

2. La determinazione del flusso di cassa netto dell'attività operativa (*CFFO-Cash Flows From Operating activities*) che può essere ottenuto tramite il metodo diretto, che espone tutti gli incassi e pagamenti e quindi risulta più chiaro al lettore del bilancio, oppure tramite il metodo indiretto che, scontando una difficoltà superiore di lettura per il pubblico non specializzato, ha però il vantaggio di mostrare il collegamento tra il risultato economico di esercizio ed il flusso di cassa generato dall'attività operativa. L'attività operativa riunisce prevalentemente i flussi generati dall'attività di gestione reddituale dell'impresa con le voci che derivano da rielaborazioni di flussi economici presenti nell'*Income Statement*, rettificati dalle variazioni finanziarie intervenute nelle poste del *working capital*.

⁵⁷ FASB Accounting Standards Update, *Statement of Cash Flows (Topic 230): Restricted Cash*, N. 2016-18, November 2016, disponibile in <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1218220137102> [ultimo accesso 3 febbraio 2018].

3. La determinazione dei flussi di cassa netti relativi all'attività d'investimento e all'attività di finanziamento. L'attività di investimento si focalizza principalmente sui flussi che scaturiscono da variazioni patrimoniali dell'attivo di medio-lungo termine comunque estranee alla gestione caratteristica, mentre specularmente l'attività di finanziamento raccoglie i flussi inerenti le poste del passivo costituenti finanziamenti a titolo di capitale proprio e mezzi di terzi. Si nota come i proventi ed oneri finanziari siano generalmente compresi nell'attività operativa, mentre le remunerazioni del capitale proprio siano associate all'attività di finanziamento.

Scontando le necessarie differenze di legislazione e standard contabili si nota quanto convergenti siano oramai gli schemi di derivazione anglosassone, internazionale e italiano, dopo la riforma introdotta dal D.Lgs. 139/2015.

La visione della struttura del rendiconto finanziario adottato negli Stati Uniti, permette una integrazione alla precedente esposizione delle varie tipologie di *cash flow* esistenti in letteratura, avendo ora riguardo alle configurazioni in uso appunto nella tradizione anglosassone e che potranno eventualmente trovare applicazione anche per le aziende che non redigono i bilanci secondo gli IAS/IFRS.

In primo luogo si riprende la nozione dell'equazione di bilancio alla base del sistema contabile anglosassone di derivazione patrimoniale, per la quale il valore complessivo delle attività (A) eguaglia il valore delle passività (P) e il valore del patrimonio netto (N). Visto in prospettiva dinamica, allora, anche i flussi che variano l'ammontare delle attività, dovranno essere bilanciati da flussi che mutano l'ammontare delle passività o del patrimonio netto:

$$CF (A) = CF (P) + CF (N) \text{ }^{58}$$

Cash flow of the firm = Cash flow to the investor

I flussi monetari che si trovano nel primo membro dell'equazione, si denominano "*Cash flow of the firm*", ovvero generati dagli impieghi dell'impresa nelle sue attività, mentre i flussi al secondo membro s'indicano con il termine "*Cash flow to the investor*" in quanto evidenziano uscite monetarie per il rimborso del debito o del capitale proprio e le remunerazioni dovute ai creditori o ai soci dell'impresa.

⁵⁸ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 29.

Il primo membro a sua volta si può scomporre in tre elementi:⁵⁹

- $Cash\ flow\ of\ the\ firm = OCF - Capital\ spending - Additions\ to\ net\ working\ capital$

1. *Operating cash flow (OCF)*: flusso economico della gestione operativa formato dall'EBIT, aumentato degli ammortamenti⁶⁰ e diminuito delle imposte sull'esercizio. In questo modo si ottiene un risultato economico che ha già remunerato l'Erario, e dovrà far fronte ai finanziamenti e agli investimenti in capitale fisso e circolante netto. Si auspica che sia un flusso positivo in quanto comprende il risultato dell'attività caratteristica dell'impresa, il cui reddito serve come fonte primaria per investimenti in capitale fisso e circolante e la gestione finanziaria.

- $OCF = (EBIT + ammortamenti) - imposte\ dell'esercizio$

2. *Capital spending*: flusso finanziario che mostra la gestione degli investimenti in capitale fisso ossia le uscite per acquisti di immobilizzazioni meno le entrate per cessioni di attivo immobilizzato avvenute durante l'esercizio. In alternativa si può calcolare tramite la somma della variazione netta dell'attivo immobilizzato sommata al valore degli ammortamenti. Risulta positivo se l'azienda ha effettuato investimenti in capitale fisso tangibile e quindi è una fonte di assorbimento di risorse in periodi di crescita dell'assetto tecnico aziendale.

- $Capital\ spending = (Imm.\ ni\ nette\ finali + ammortamenti) - Imm.\ ni\ nette\ iniziali = \Delta\ Immobilizzazioni\ nette + ammortamenti$

3. *Additions to net working capital*: flusso finanziario che mostra l'investimento netto in capitale circolante netto. Se positivo il CCN è cresciuto durante il periodo; viceversa è diminuito ed ha rilasciato risorse liquide.

⁵⁹ *Idem*, p. 29-30.

⁶⁰ Anche se talora non è chiaramente specificato si considerano tutti gli ammortamenti sulle immobilizzazioni materiali e immateriali, ovvero sia *depreciation* che *amortization*.

- *Additions to net working capital* = Δ capitale circolante netto

Si noti come l'*operating cash flow* risulta distinto concettualmente dal *cash flows from operating activities* con quest'ultimo che comprende al suo interno gli oneri finanziari.

Il secondo membro si divide coerentemente alle due classi fondamentali di prestatori di capitale di medio-lungo termine in quanto le variazioni di capitale circolante netto tengono già conto dei debiti a breve: creditori e soci (o azionisti). Si avranno così:

- *Cash flow paid to the creditors*: i flussi pagati ai creditori sono pari alla somma degli oneri finanziari, che erano rimasti esclusi dall'OCF, e della variazione netta delle passività a medio-lungo termine.

- $CF (P) = \text{interessi netti pagati} + \Delta \text{ passivo consolidato}$

- *Cash flow paid to stockholders*: i flussi di cassa pagati ai portatori di capitale proprio sono rappresentati dalla somma dei dividendi distribuiti e dalla somma algebrica delle somme per rimborsi e aumenti di capitale a pagamento.

- $CF (N) = \text{dividendi distribuiti} + (\text{azioni emesse/vendute} - \text{azioni riacquistate})$

Ross, Westerfield, Jaffe e Jordan denominano il *Total cash flow of the firm* con la locuzione alquanto diffusa "*free cash flow*" (oppure *distributable cash flow*), la quale non indica che tali flussi di cassa siano ottenibili senza sforzo, quanto il fatto che rappresentando il risultato della gestione che ha già sopperito alle esigenze di investimento in capitale circolante e capitale fisso, può essere utilizzato per remunerare i creditori e i soci dell'impresa.⁶¹ In questa formulazione, una delle molteplici presenti in letteratura, individua l'ammontare di denaro «liberato» e disponibile per i prestatori di capitale, una volta che sono stati effettuati i necessari investimenti. La sua importanza è determinata in particolare dal vasto utilizzo che si fa del *free cash flow* all'interno dei modelli finanziari di pianificazione aziendale basati sui flussi di cassa scontati. Sono presenti nelle analisi per flussi aventi come scopo la determinazione del valore economico

⁶¹ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, B.D. Jordan, *op.cit.*, p. 32.

aziendale tramite l'applicazione di metodi di valutazione finanziaria, attraverso configurazioni ulteriori quali il *Free Cash Flow from Operations* o *Free Cash Flow to Equity*.⁶²

Una versione alternativa del *free cash flow* è data dal precedente *Cash flow of the firm* diminuito della somma dei dividendi pagati agli azionisti e in tale formulazione identifica un indicatore di flessibilità finanziaria che evidenzia la quantità di mezzi monetari i quali, a discrezione del management, possono essere utilizzati per effettuare investimenti incrementali, rimborsare i propri debiti, mantenere della liquidità pronta per opportunità a venire o infine riacquistare le proprie azioni sul mercato secondario.⁶³

Un modello di rendiconto che invece è concepito, realizzato per fini eminentemente gestionali è quello proposto da Avi all'interno del Sistema Informativo Integrato. Le finalità particolari che informano tale modello sono molteplici. Accanto allo scopo generale di ogni analisi per flussi che costituisce un esercizio comune ai modelli presentati in questo elaborato, ovvero l'individuazione di tutti movimenti di mezzi monetari che hanno avuto luogo durante l'esercizio, il rendiconto finanziario redatto secondo il Sistema Informativo Integrato si pone almeno altre due finalità distintive.

La prima riguarda la costruzione di un prospetto "*interconnesso, a livello sia formale che sostanziale, con le strutture riclassificatorie di stato patrimoniale e conto economico, pena la stesura di documenti «confliggenti» e quindi, potenzialmente, oggetto di pericolosi misunderstanding*".⁶⁴ L'integrazione e coerenza a livello sistemico, ovvero delle relazioni che si instaurano tra i vari elementi concettuali (prospetti riclassificatori, aggregati, margini, indicatori, quozienti, flussi di cassa) è la condizione il cui rispetto garantisce la possibilità di veicolare in maniera efficace ed efficiente anche le informazioni di contenuto economico-finanziario all'interno di una realtà aziendale.

Varie volte si è fatto cenno a prassi differenziate in merito alla redazione di uno schema contabile o di un indicatore particolare e più volte si sono sottolineate le differenze, talora sottili, che si possono riscontrare nell'informativa di bilancio anche in merito all'utilizzo di termini utilizzati con accezioni invero eterogenee. Se questa «sindrome da torre di Babele» è purtroppo difficilmente arginabile in relazione all'informativa esterna inerente

⁶² M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione.*, op.cit., p. 59-60.

⁶³ D.E. Kieso, J.J. Weygandt, T.D. Warfield, *op.cit.*, p. 234.

⁶⁴ M.S. Avi, *Il sistema informativo integrato Vol. I*, cit., p. 287.

i bilanci d'esercizio se non attraverso un lungo lavoro di convergenza e standardizzazione terminologica che accompagni il processo di convergenza delle pratiche contabili internazionali, all'interno di una medesima azienda l'adozione di un linguaggio comune che sia il meno ambiguo possibile è un obiettivo permanente. La costruzione di un lessico chiaro e identificato, in particolare per la veicolazione di messaggi aventi contenuto quantitativo di tipo contabile e finanziario, facilita la comunicazione interpersonale e la crescita di una cultura aziendale votata all'efficienza ed efficacia, e si rende quanto mai necessaria per la comunicazione limpida dei parametri-obiettivo che sono parte integrante del controllo di gestione. Inoltre, l'assenza di ambiguità sul contenuto sostanziale dei termini utilizzati diminuisce possibili interpretazioni discordanti dell'analisi dei risultati – all'interno ovviamente del *range* di opinioni che si possono manifestare su di un oggetto altamente complesso come la gestione aziendale. Infine, si creano i presupposti per una crescita delle competenze e conoscenze applicate alle situazioni concrete e per una loro diffusione in tutta l'impresa.

Il rendiconto finanziario redatto secondo il SII, pertanto, rispetta le stesse convenzioni in precedenza adottate in merito alla denominazione delle diverse gestioni, per cui, ad esempio la sezione riservata alla gestione attivo a lungo materiale e immateriale accoglierà quei flussi di cassa derivanti dall'acquisto e vendita, con separata indicazione delle costruzioni interne, dei cespiti compresi all'interno delle medesime sezioni dello stato Patrimoniale riclassificato. Allo stesso modo, fra la gestione finanziaria e quella patrimoniale permarranno le stesse distinzioni esistenti all'interno del conto economico: i flussi di cassa connessi agli oneri e proventi derivanti dai crediti e debiti di finanziamento saranno distinti dai flussi derivanti dagli investimenti, reali o finanziari, effettuati al di fuori della gestione caratteristica.⁶⁵

L'analiticità del rendiconto finanziario, rappresentato nella sua struttura in Figura 4.11, non è però eccessiva rispetto, ad esempio, allo schema di Stato patrimoniale riclassificato e permette una lettura chiara e comprensibile, anche a quella porzione del management che è digiuna di nozioni di analisi dinamica, dei comparti nei quali sono stati suddivisi i *cash flow* rilevati. Esso disegna una conformazione peculiare di tipo scalare con divisione dei flussi secondo raggruppamenti gestionali, l'esposizione dei movimenti di

⁶⁵ *Idem*, p. 281-286.

moneta secondo che siano fabbisogni o flussi e l'indicazione finale della variazione subita dall'aggregato di riferimento (i.e. delta cassa e banca attiva) che individua l'area gestionale della gestione della liquidità. La performance dell'attività tipica viene identificata nel suo complesso con il solo flusso di cassa della gestione caratteristica, il quale a seconda della sua collocazione tra i fabbisogni o le fonti mostra immediatamente il primo apprezzamento disponibile, anche per importanza, riguardante la bontà della gestione effettuata. Esso infatti individua la trasposizione monetaria del risultato economico della gestione caratteristica, essendo formato dalla somma algebrica dei ricavi e dei costi monetari. Si intuisce come la circostanza che il flusso di cassa della gestione caratteristica sia negativo costituisca un primo importantissimo indicatore che conduce ad approfondire l'analisi attraverso lo studio degli indici e dei prospetti riclassificati.

Figura 4.11 – Rendiconto finanziario redatto secondo il Sistema Informativo Integrato

Descrizione operazioni	Fabbisogni	Fonti
Cash flow monetario in senso stretto (o flusso di cassa della gestione caratteristica)		
Gestione attivo a lungo termine materiale e immateriale • •		
Gestione finanziaria • •		
Gestione patrimoniale • •		
Gestione fondi rischi e oneri • •		
Gestione tributaria •		
Gestione non caratteristica per definizione • •		
Gestione TFR • •		
Gestione patrimonio netto e dividendi • •		
Delta cassa e banca attiva		
Totali		

Fonte: Adattamento da M.S. Avi (2017, p. 288)

In effetti, ci si attende che un'impresa che sia impegnata a raggiungere condizioni di equilibrio monetario sostenibili abbia la capacità di generare attraverso l'attività tipica un flusso non solo reddituale ma anche monetario in grado di recuperare gli investimenti dedicati a tale gestione e fornire i mezzi per attuare ulteriori investimenti e rimborsare i prestatori di capitale a titolo di credito, nonché a remunerare i soci dell'impresa.

In questo quadro s'inserisce la seconda finalità a cui è dedicato questo modello di rendiconto finanziario: consentire un'efficace processo di interpretazione della situazione dinamica attraverso il confronto fra i flussi di cassa ricorrenti ed i flussi di cassa occasionali, ossia non ricorrenti. In effetti, l'analisi dei flussi in particolare per gli scopi di gestione interna che il SII si prefigge non può che prevedere il confronto attuato in modo sistematico fra fabbisogni e fonti che hanno l'attitudine a ripresentarsi con continuità anche nel futuro e quei fabbisogni e fonti che invece sono frutto di accadimenti che per, svariati motivi, non sono destinati a ripetersi. A scanso di equivoci, non si vuole in questa sede riproporre surrettiziamente la bipartizione fra elementi straordinari o meno di gestione che è stata cassata dalla riforma *ex* D.Lgs. 139/2015, quanto piuttosto dare una connotazione interpretativa ai risultati dell'analisi per flussi di cassa.

Pertanto, a lume di ragione il flusso di cassa della gestione caratteristica verrà considerato di per sé ricorrente, mentre i flussi che ricadono nella gestione non caratteristica per definizione saranno tendenzialmente occasionali. L'acquisto e la vendita di un fabbricato industriale o civile denotano solitamente il carattere dell'occasionalità, mentre il pagamento di imposte sul reddito e interessi passivi su mutui, così come la rata annua di rimborso di un finanziamento pluriennale, sono da considerarsi fabbisogni ricorrenti di mezzi monetari.

La Avi indica inoltre due fabbisogni comuni alla maggioranza delle imprese che, secondo le circostanze, possono essere contraddistinti da minore o maggiore ricorrenza: il pagamento del TFR e la distribuzione dei dividendi. In effetti la classificazione dei pagamenti del trattamento di fine rapporto maturato ai dipendenti che hanno cessato la collaborazione è direttamente collegata alla dimensione aziendale e al tasso di turn over del personale: qualora entrambi non siano estremamente ridotti o l'impresa si trovi nelle fasi embrionale del suo sviluppo, il pagamento del TFR può essere considerato un flusso ricorrente. Per quanto riguarda i dividendi, la soluzione al dilemma risiede nella politica relativa alla remunerazione del capitale proprio attuata dalla azienda. Se si assume solitamente che una remunerazione periodica agli azionisti sia la norma, almeno in

periodi non contraddistinti da crisi congiunturali particolari, ed anzi uno dei fattori di attrattività dell'azienda presso gli investitori, è possibile classificare anche i dividendi pagati all'interno della categoria dei fabbisogni ricorrenti.⁶⁶

Una volta determinate la somma delle fonti ricorrenti e la somma dei fabbisogni ricorrenti si arriva immediatamente alla formulazione di un giudizio sulla situazione finanziaria dinamica, che potrà ritenersi positiva allorché le fonti superino i fabbisogni. La situazione opposta invece determina la necessità di coprire con fonti occasionali (e.g. cessione di un cespite) i fabbisogni marginali creati dalle poste ricorrenti. Il permanere di uno squilibrio dinamico di questo tipo evidentemente non può che portare, col passare del tempo, ad un peggioramento costante ed inesorabile anche degli altri parametri inerenti alla situazione finanziaria statica e dovrà comportare una ricerca da parte del management delle cause di tale situazione attraverso l'integrazione degli altri strumenti di analisi, come i margini ed i quozienti visti in precedenza e taluni appositamente studiati per l'indagine del profilo monetario.

4.5 I quozienti che indagano l'equilibrio monetario della gestione

La decisione del legislatore italiano di inserire il Rendiconto finanziario delle variazioni di liquidità all'interno dei prospetti obbligatori del bilancio d'esercizio per una vasta platea di imprese potrà essere foriera di ulteriori sviluppi futuri in quanto questa novità legislativa contribuirà a diffondere anche l'utilizzo del Rendiconto finanziario come strumento di controllo della gestione. Il passaggio da una mera facoltà all'obbligatorietà di predisporre tale prospetto, costringerà anche i più riluttanti a monitorare le grandezze flusso di tipo monetario, stante la pubblicità che tali grandezze riceveranno.

Un altro effetto «culturale» prevedibile è rappresentato da un ampliamento dell'analisi per flussi anche alle piccole imprese che ne sono esonerate, grazie al rinnovato interesse ed alla maggiore richiesta di questo tipo di informazioni da parte di stakeholder quali i clienti e fornitori ed i creditori dell'impresa. Ognuno di questi soggetti è infatti interessato a completare le analisi tradizionali effettuate tramite riclassificazioni e quozienti di bilancio con la determinazione ed analisi dei flussi di cassa, in modo da superare i limiti intrinseci delle analisi statiche. Per la loro costruzione logica, infatti, le riclassificazioni non

⁶⁶ *Idem*, p. 290.

possono uscire dall'alveo contabile da cui provengono, laddove gli indici di bilancio posseggono una serie di limitazioni.

Innanzitutto ogni indice statistico è una sintesi delle informazioni da cui è proviene pertanto:

- *“la loro qualità non può essere migliore di quella dei dati di partenza;*
- *in ogni sintesi è implicito un processo di distruzione di informazione; pertanto, solo se l'indice statistico è ben scelto [...] tale perdita di informazione è trascurabile e l'indice effettivamente fa affiorare proprio quanto ai dati si chiede di rivelare.”*⁶⁷

Quindi, se i dati contabili di partenza non sono attendibili e le stime non sono affidabili, sicuramente l'indice non potrà risolvere tali problemi che attengono invece alla *accounting analysis*. Inoltre, ogni quoziente in quanto indice sintetico assume rispetto alle grandezze che lo compongono, proprietà simili a quelle di una proiezione di un solido in un piano a due dimensioni. Mentre è sempre possibile dall'oggetto di partenza ricavare la sua proiezione, non è possibile il contrario: da un'ombra, seppur nitida, non si può costruire una figura a tutto tondo. Ecco spiegato con una metafora la necessità di affidarsi a una pluralità più ampia possibile di indicatori, quozienti e margini durante il processo di analisi e apprezzamento della gestione aziendale, in quanto la presenza di una proiezione aggiuntiva degli accadimenti o dei loro effetti aiuta l'analista a dare una dimensione ulteriore al fenomeno e risalire alle corrette catene causali.

L'analisi di bilancio pertanto presuppone sistematicità ed integrazione dei risultati, tanto che risulta vana qualsiasi netta distinzione degli indici tra reddituali e finanziari poiché i fenomeni che descrivono sono tra loro interconnessi in maniera tale da porre in dubbio che la loro influenza su un profilo unico della gestione, piuttosto che su tutte e tre le dimensioni della economicità aziendale, in misura e con gradazioni diverse. Allo stesso modo ogni indice e valore standard o medio di settore deve essere correttamente contestualizzato all'interno della specifica realtà aziendale.⁶⁸

Premesso questo e volendo accogliere tutte le potenzialità conseguenti alla riforma della struttura del bilancio portate dall'entrata in vigore del D.Lgs. 139/2015, pare opportuno ampliare l'offerta degli indicatori fruibili per una più completa *ratio analysis*

⁶⁷ L. Peccati, *Valutazione analitica e sintetica di attività finanziarie*, op.cit., p. 12.

⁶⁸ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 220-221.

aggiungendo ulteriori proiezioni per ottenere una figura più completa della gestione trascorsa. Questi indici non possono che pervenire dall'utilizzo dei dati ritraibili dal Rendiconto finanziario civilistico e dalla loro elaborazioni, così come nella tradizione anglosassone, dopo l'introduzione dello *Statement of Cash Flows* nel 1987, sono stati elaborati nuovi quozienti che hanno affiancato i più consolidati indicatori di liquidità, redditività, composizione e sostenibilità del debito.⁶⁹

Una proposta interessante in questo senso viene da Lucia Talarico⁷⁰ laddove propone una serie di indicatori che si fondano sull'utilizzo di flussi monetari al posto di flussi economici.

Una prima famiglia di indici mette in rapporto fra loro flussi di cassa al numeratore e flussi economici al denominatore e pertanto vengono denominati anche "*indici di conversione monetaria*"⁷¹ perché indicano in vario modo la capacità dei risultati economici di trasformarsi in risultati monetari.

- ROS monetario operativo =
$$\frac{\text{Flusso finanziario della attività operativa}}{\text{Ricavi netti di vendita}}$$
- ROS monetario caratteristico =
$$\frac{\text{Flusso di cassa della gestione caratteristica}}{\text{Ricavi netti di vendita}}$$

Entrambi gli indici di cui sopra, avendo a denominatore i ricavi netti di vendita sono analoghi a dei *Return on Sale* in chiave monetaria fornendo così la misura della quantità di flusso finanziario creato per ogni unità di fatturato netto. Il primo compara i ricavi con il flusso finanziario dell'attività operativa che è uno dei tre risultati gestionali principali rinvenibili dal Rendiconto finanziario e incorpora il risultato della gestione reddituale comprensivo delle imposte pagate sul reddito, degli interessi finanziari attivi e passivi e dei dividendi incassati sulle partecipazioni. Il suo difetto maggiore però è l'eterogeneità delle poste al suo interno per cui sarebbe preferibile utilizzare al numeratore un risultato più significativo come il flusso di cassa della gestione caratteristica (FCGC), in modo da poter apprezzare come l'attività tipica d'impresa riesce a convertire il fatturato, in seguito alla gestione del CCNO e dei cicli aziendali connessi, in risultati monetari. Potrà così essere

⁶⁹ Pionieristici in questo senso sono stati Charles A. Carslaw e John R. Mills nel loro articolo "*Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis*" apparso nel «Journal of Accountancy» del novembre 1991.

⁷⁰ L. Talarico, *Il rendiconto finanziario come strumento di controllo per le PMI*, in «Amministrazione & Finanza», n. 12, 2016, p. 42-47.

⁷¹ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 367.

considerato un indicatore dell'efficacia ed efficienza della gestione del circolante e generalmente dovrebbe sempre avere un valore positivo, per quanto detto in precedenza. Dal ROS monetario caratteristico si possono ricavare, tramite una scomposizione, i suoi elementi costituenti:

- Incidenza monetaria delle variazioni di CCNO = $\frac{\text{Flusso di cassa gestione caratteristica}}{\text{Flusso di CCN gestione caratteristica}}$
- ROS finanziario caratteristico = $\frac{\text{Flusso di CCN gestione caratteristica}}{\text{Ricavi netti di vendita}}$

L'indice di incidenza monetaria delle variazioni di CCNO confronta fra loro due flussi che come abbiamo visto in precedenza, sono legati l'uno all'altro dal valore, appunto, delle variazioni di CCNO in maniera tale per cui il flusso di circolante fornisce una misura dell'autofinanziamento potenziale, mentre il numeratore descrive il flusso monetario realizzato dopo aver tenuto conto dei movimenti del capitale circolante investito nella gestione caratteristica che potrebbe aver rilasciato oppure assorbito nuova liquidità. Esso, pertanto, esprime in che misura la liquidità caratteristica potenziale si è convertita in liquidità reale. Il suo studio va condotto assieme a quello del CCNO ed in particolare occorre verificare la concordanza e discordanza dei segni al numeratore e denominatore. Valori entrambi positivi e quoziente superiore all'unità, derivano da una marginalità delle vendite accoppiata ad un rilascio di liquidità dato dalla contrazione del CCNO. Identica situazione con un quoziente inferiore all'unità, sta ad indicare un'azione di assorbimento di liquidità potenziale da parte del CCNO. Valori negativi al denominatore indicano una gestione che non genera risultati economici lordi positivi.

Il secondo indice si può leggere come la capacità di produrre da un'unità di fatturato un congruo flusso di capitale circolante fornendo una misura alternativa della qualità della gestione caratteristica. Allo stesso tempo indica l'efficienza economica della funzione acquisti visto che il numeratore è dato dalla differenza tra ricavi monetari e costi monetari e la capacità di contenere questi ultimi a parità di ricavi aumenta il valore al numeratore.⁷²

L'ultimo indicatore appartenente alla famiglia dei quozienti di conversione monetaria, mette a confronto il risultato finanziario dell'attività operativa (o gestione reddituale) con

⁷² L. Talarico, *op.cit.*, p. 44.

il reddito netto d'esercizio presente in Conto economico, ma può essere sostituito, qualora lo si ritenesse più significativo, dal flusso di cassa della gestione caratteristica in rapporto a flussi di reddito lordi (EBIT o EBITDA della gestione caratteristica).

- Conversione monetaria del reddito =
$$\frac{\text{Flusso di finanziario della gestione operativa}}{\text{Reddito netto di esercizio}}$$

Il suo valore dovrebbe essere positivo e la sua variazione è frutto in particolare dell'ampiezza dei cicli aziendali che provocano quel fenomeno di mancata coincidenza temporale tra i cicli economico e monetario, che è causa primaria dei fabbisogni finanziari.

Una seconda famiglia di quozienti misura il rendimento monetario e li accomuna lo stesso tipo di rapporto di derivazione che contraddistingue gli indici di redditività. In altri termini mettono a confronto un flusso monetario al numeratore con la grandezza fondo da cui la variazione monetaria promana al denominatore e per questo ricadono nelle medesime avvertenze riscontrate con riferimento agli indici di redditività: il numeratore dovrebbe essere, se possibile, una misura media dell'esercizio o perlomeno la semisomma tra valore finale e valore iniziale.

- Capacità di creazione di flussi finanziari =
$$\frac{\text{Flusso di CCN gestione caratteristica}}{\text{Capitale investito}}$$
- Capacità di creazione di flussi di liquidità =
$$\frac{\text{Flusso di cassa gestione caratteristica}}{\text{Capitale investito}}$$

I primi due indici sono ricavati dal SII e forniscono il rendimento finanziario in termini di capitale circolante netto o in termini di liquidità realizzato grazie alle operazioni di gestione che hanno impiegato il capitale investito nel suo complesso.⁷³

In alternativa al capitale investito è possibile presentare denominatori più concisi:

- Rendimento monetario gestione caratteristica =
$$\frac{\text{Flusso di cassa gestione caratteristica}}{\text{Capitale Investito Netto Caratteristico}}$$
- Ritorno monetario del Patrimonio netto =
$$\frac{\text{Dividendi distribuiti}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Il primo configura una sorta di ROI della gestione caratteristica in termini monetari. Il

⁷³ M.S. Avi, *op.cit.*, p. 254-257.

ritorno monetario del patrimonio netto invece può essere confrontato con il ROE, tenendo conto che, mentre quest'ultimo risente della fluttuazione della redditività totale d'impresa e delle sue componenti, il ritorno monetario del patrimonio netto esplicita in particolare la politica dei dividendi attuata dall'impresa che invece viene influenzata da fattori diversi tra cui il rapporto fra azionisti e management.⁷⁴

In conclusione, un utilizzo interessante dei flussi cassa si può ravvisare nella creazione di indici analoghi all'indice di copertura reddituale lorda per verificare la capacità dell'impresa di ripagare i capitali ricevuti a titolo di prestito.

- Indice di capacità di copertura dei debiti =
$$\frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Flusso finanziario delle attività operative}}$$
- Indice di copertura della Posizione Finanziaria Netta =
$$\frac{\text{Posizione finanziaria netta}}{\text{Flusso finanziario delle attività operative}}$$

Le due misure a numeratore riflettono una diversa scelta della grandezza rappresentativa dell'indebitamento proveniente da due riclassificazioni alternative dello Stato patrimoniale. A differenza dell'analogo indice si utilizza il flusso finanziario dell'attività operativa che rappresenta l'insieme dei flussi generati dalla gestione reddituale come parametro per determinare idealmente quanti esercizi sarebbero necessari per rimborsare le due configurazioni di indebitamento, qualora si mantenesse una costanza di performance.

L'utilizzo di questi rapporti e degli altri ancora che la dottrina e la prassi provvederanno a congegnare, ha l'indubbio vantaggio di utilizzare grandezze che sono meno soggette alle stime e congetture rispetto alle grandezze economiche e quindi possono ispirare maggiore affidabilità a coloro che vi si affidano.

⁷⁴ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *op.cit.*, p. 370.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato nasce come un tentativo di risposta all'esigenza di comprensione delle ragioni che hanno portato prima il legislatore europeo con l'emanazione della Direttiva 2013/34/UE e quindi il legislatore italiano con il Decreto legislativo n. 139/2015 a modificare le modalità di redazione dei conti annuali delle società di capitali che erano ancorate ancora, nei loro capisaldi fondamentali, rispettivamente alle direttive contabili emanate a cavallo degli anni Settanta e Ottanta e al Decreto legislativo n. 127/1991.

In questo lungo arco temporale, invero, i cambiamenti avvenuti in Europa e nel mondo sono stati a dir poco tumultuosi e per molti versi inaspettati. La complessità dei sistemi socioeconomici e delle relazioni che li contraddistinguono si è intensificata a seguito dell'affermarsi di vari fenomeni. L'innovazione tecnologica dirompente, non solo nei settori dell'elaborazione e comunicazione delle informazioni, la spinta alla digitalizzazione dei processi di produzione economica e l'affermazione di nuovi modelli di consumo hanno portato a cambiamenti sociali a cui le legislazioni, per loro natura statiche, faticano ad adeguarsi. Il fenomeno della globalizzazione, con l'ampliarsi degli scambi fra aree del commercio globale che in precedenza non interloquivano fra loro, si intreccia al fenomeno della finanziarizzazione dell'economia, che vede l'aumentare della quantità e della varietà delle transazioni riferite a strumenti finanziari. Insieme questi fenomeni provocano mutamenti profondi dei sistemi di impresa e dei modelli di business, da una parte, e delle modalità di impiego e reperimento delle fonti finanziarie al servizio dell'attività di produzione economica dall'altra.

Una realtà imprenditoriale che mira al proprio sviluppo dimensionale e qualitativo non può più, anche se si trova nelle fasi iniziali della sua vita, ignorare che attraverso le pervasive reti di comunicazione esistenti essa può essere esposta all'influenza proveniente da zone del mondo in precedenza ininfluenti sulla dinamica competitiva locale. D'altra parte, anche le opportunità in aumento con l'ampliarsi dei mercati di sbocco, in seguito all'adozione di processi di internazionalizzazione, sono occasioni da cogliere per diversificare le fonti di profitto e diminuire i rischi che un'eccessiva concentrazione nel mercato nazionale può provocare.

I cicli di vita dei prodotti si abbreviano, le programmazioni annuali e le pianificazioni strategiche di ampio respiro sono costantemente sfidate da cambiamenti repentini ed

imprevedibili della dinamica della domanda e della competizione dal lato dell'offerta portando in auge i vantaggi di una flessibilità finanziaria connessa ad una maggiore liquidabilità dei propri asset, rispetto alle economie di scala ottenibili attraverso investimenti rigidi e *firm specific*. Quest'evoluzione porta ad un restringimento dell'ottica assunta dei soggetti nei loro processi decisionali. Sembra dominare l'importanza del profitto di breve periodo, dell'efficienza a tutti i costi attraverso il taglio di spese non produttive nel breve, del margine immediato a scapito dell'abbassamento della qualità. Si utilizzano strumenti finanziari sempre più evoluti, complessi ed esoterici rispetto alla gestione tipica dell'impresa con l'ottica di una speculazione dal fiato corto e non dello «scrutare oltre», alla ricerca delle condizioni strumentali al raggiungimento di vantaggi competitivi sostenibili nel tempo che alimentino un apprendimento organizzativo e possano contribuire a porre le basi per alimentare innovazioni e miglioramenti di efficacia ed efficienza futuri.

La propensione che si diffonde, invece, esalta la produzione costante di flussi di cassa da destinare alla remunerazione del capitale proprio per stimolare un maggior numero di investitori a partecipare ai rischi operativi e finanziari in costante aumento che l'azienda si accolla per poter sostenere tali risultati. Inoltre, anche l'indebitamento finanziario viene sottoposto a scrutinio continuo e approfondito, dopo anni in cui bastava godere di un equilibrio reddituale e patrimoniale appena sufficienti per ottenere credito relativamente a buon mercato.

In Europa, inoltre, erano già presenti una spinta all'integrazione delle diverse aree economiche e la necessità di creare un'armonizzazione delle pratiche di rendicontazione contabile delle imprese che facessero ricorso all'emissione strumenti finanziari quotati e diffusi presso il pubblico, in modo da diffondere una cultura comune relativa alla preparazione e diffusione dell'informativa esterna rivolta a investitori e creditori. Si spiega così la scelta dell'Unione Europea di adottare i principi contabili internazionali IFRS per la redazione dei bilanci consolidati e per le imprese che emettono strumenti quotati in mercati regolamentati. D'altra parte, però, rimaneva esclusa la quota maggioritaria delle imprese costituenti il tessuto economico e produttivo europeo e da qui è nata la necessità di aggiornare nuovamente le norme di redazione dei rendiconti annuali anche per quelle imprese che non applicano i principi contabili internazionali.

La Direttiva si è mossa in questa direzione cercando di far convergere comunque la normativa contabile comune verso l'adozione di principi e strumenti derivati dagli

standard internazionali, cercando allo stesso tempo di graduarne l'applicazione ed i costi amministrativi relativi a seconda delle dimensioni assunte dall'azienda.

È possibile affermare che anche il D.Lgs. 139/2015 abbia cercato di ottenere il medesimo intento, inserendo nella normativa contabile nazionale alcune riforme che da tempo venivano sentite come necessarie. L'adozione esplicita dei principi della significatività, della prevalenza della sostanza sulla forma contrattuale, la cancellazione delle spese di ricerca e pubblicità, il trattamento delle azioni proprie, lo spostamento in Nota integrativa dei conti d'ordine o l'eliminazione dell'area straordinaria dal Conto economico non si possono non interpretare che come tappe di avvicinamento verso una reportistica contabile rivolta all'esterno sempre più confrontabile con quella di matrice internazionale, in modo da diminuire lo iato informativo tra aziende di nazionalità diversa. L'esposizione degli strumenti finanziari derivati in bilancio e loro valutazione al *fair value*, nonché la valutazione dei crediti e debiti al costo ammortizzato hanno aggiunto elementi di adattamento alla progressiva finanziarizzazione e gestione dei rischi da parte delle aziende.

Una novità, però, più di tutte è da considerarsi preponderante in quanto lungamente attesa e possibilmente foriera di maggiori sviluppi: l'introduzione del Rendiconto finanziario delle variazioni delle disponibilità liquide fra i prospetti obbligatori del bilancio d'esercizio. Questa innovazione legislativa modifica la struttura del bilancio d'esercizio, ne integra la capacità informativa in maniera sostanziale in quanto aggiunge un'ulteriore pilastro all'informativa esterna. Inoltre, sana il cono d'ombra inerente l'espressione dell'equilibrio monetario e delle performance dell'azienda in merito alla creazione e assorbimento della liquidità che, soprattutto in seguito alla crisi finanziaria iniziata nel 2007, hanno acquistato nuovamente importanza. Di per sé tale inserimento contribuirà a rendere maggiormente diffusa tra le imprese italiane la pratica dell'analisi dei flussi di liquidità, affiancandola alle altre tecniche di analisi economico-finanziaria disponibili per l'apprezzamento della gestione aziendale.

L'innovazione legislativa introdotta, quindi, potrà porre le basi per una maggiore diffusione dell'analisi della dinamica finanziaria aziendale affiancandola alle più consolidate e diffuse analisi statiche. Il ruolo e le caratteristiche dell'analisi di bilancio è stato perciò esplorato per mostrare quanto sia strumentale non solo per il miglioramento della quantità e qualità delle informazioni rese all'esterno, ma in particolare per l'attenzione che risveglia all'interno dell'impresa sullo studio delle cause delle proprie

performance e sulle modalità con cui migliorare il proprio grado di economicità. Nel descriverne i lineamenti principali ci si è soffermati più volte sulle trappole terminologiche in cui si può incorrere nella definizione di determinati indicatori e nel valore aggiunto che un sistema informativo realmente integrato può fornire alla conduzione di realtà aziendali sempre più complesse.

Una lezione fondamentale occorre sia tenuta sempre in considerazione e rimanda proprio al ruolo della liquidità, alla sua creazione e assorbimento e alla necessità di monitorare attraverso l'analisi dei flussi e l'interpretazione del Rendiconto finanziario i suoi movimenti. Trattandosi della risorsa fondamentale per l'economia di un'impresa, qualunque sia la sua attività caratteristica, ne è stata stressata abbondantemente l'importanza giacché si ritiene che l'eccessiva attenzione del management al raggiungimento di risultati economici a scapito dell'equilibrio finanziario dinamico sia deleteria e possa portare a risultati esiziali per l'impresa. D'altronde, l'evidenza del periodo di Grande recessione ha mostrato come le aziende possano fallire non solo a causa di eccessivi debiti cumulati, ma altresì per l'incapacità di riscuotere i propri crediti e di gestire il capitale circolante in periodi di *credit crunch*.

Il monitoraggio dei propri flussi di liquidità e l'attenzione alla liquidità e solvibilità delle controparti con le quali l'impresa intrattiene rapporti commerciali – utilizzando a tal proposito gli strumenti di analisi economico-finanziaria esaminati nella trattazione – devono essere bagaglio di ogni amministratore prudente. Ciò non toglie che si debba evitare anche l'effetto opposto e trascurare la performance economica e l'efficacia di lungo periodo o appiattare l'analisi solamente sul profilo monetario e la consistenza dei flussi di cassa, utilizzandoli come unico elemento di guida per l'azione manageriale. Così facendo si rischia di cadere nel fenomeno dello *short-termism* ed invece di migliorare la propria posizione competitiva si pongono le basi per minori performance future.

Il concetto fondamentale, che permea in effetti la disciplina economica nel suo complesso, è quello della ricerca costante dell'equilibrio o meglio del raggiungimento e bilanciamento contemporaneo di più equilibri distinti: efficacia ed efficienza, breve e medio-lungo periodo, flessibilità finanziaria e vantaggio competitivo, dinamica finanziaria e dinamica economica.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, (4 ed.), 2004
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994
- AVI M.S., *Acquisto sul mercato di azioni proprie: il punto della situazione giuridico-contabile*, in «Il Fisco», n. 28, 2006
- AVI M.S., *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, Il Sole24Ore, Milano, 2007
- AVI M.S., *Il bilancio d'esercizio*, Cafoscarina, Venezia, 2012
- AVI M.S., *Il rendiconto finanziario e il cash flow: limite informativo del documento civilistico*, in «Il Fisco», n. 6, 2017
- AVI M.S., *Rendiconto civilistico: problemi di calcolo e loro impatto sulla legittimità del bilancio*, in «Il Fisco», n. 9, 2017
- AVI M.S., *La rilevazione dell'acquisto di azioni proprie: busillis contabile e soluzioni alternative*, in «Il Fisco», n. 20, 2017
- AVI M.S., *Il sistema informativo integrato Vol. I. Analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione*, Cafoscarina, Venezia, 2017
- AZZALI S., *Il bilancio d'esercizio delle imprese. Le fonti giuridiche e professionali*, in AZZALI S. (a cura di), *Financial reporting and Accounting Standards*, Giappichelli, Torino, (2 ed.), 2017
- BALLARIN F., *I crediti nei bilanci 2016*, in «Amministrazione & Finanza», n. 6, 2016
- BARTON D., MANYIKA J., KOLLER T., PALTER R., GODSALL J., ZOFFER J., *Measuring the economic impact of short-termism*, Discussion paper (February 2017), McKinsey Global Institute, [www.mckinsey.com/mgi], 2017
- BASSO A., PIANCA P., *Appunti di matematica finanziaria*, CEDAM, Padova, 1999
- BELOTTI R., QUARANTINI S., *Limiti alla struttura del rendiconto finanziario secondo il nuovo OIC 10*, in «Il Fisco», n. 36, 2017
- BARBATO BERGAMIN M., *Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione*, in CODA V., BRUNETTI G., BARBATO BERGAMIN M., *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, ETAS, Milano, 1974

- BERGAMIN BARBATO M., *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, UTET, Torino, 1991
- BERK J., DEMARZO P., *Corporate finance* (3rd ed.), Pearson, Boston, 2013
- BERTINETTI G., *Finanza aziendale applicata. Strumenti per l'analisi e la gestione finanziaria applicati ad un'impresa industriale*, Giappichelli, Torino, 2000
- BIFFIS P., *Scambi monetari e attività bancaria*, in BIFFIS P. (a cura di), *Le operazioni e i servizi bancari*, Giappichelli, Torino, 2002
- BIFFIS P., *L'affidamento della clientela*, in BIFFIS P. (a cura di), *Le operazioni e i servizi bancari*, Giappichelli, Torino, 2002
- BLANCHARD O., *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna, 1998
- BLANCHARD O., *Macroeconomia: una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2014
- BOGARELLI P., "Unità e controllo economico nel governo dell'impresa: il contributo degli studiosi italiani nella prima metà del XX secolo", <http://hdl.handle.net/11379/9876>, Università degli Studi di Brescia - Dipartimento di Economia Aziendale, Paper nr. 81, 2008
- BREALEY R.A., MYERS S.C., ALLEN F., *Principles of Corporate Finance* (10th ed.), McGraw-Hill/Irwin, New York, 2010
- BUSSO D., DEVALLE A., *Il nuovo rendiconto finanziario. Schema, costruzione e interpretazione secondo il codice civile e l'OIC 10*, Eutekne, Torino, 2016
- CAPODAGLIO G., DANGARSKA V., *Lo strano trattamento contabile delle azioni proprie*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 4-5-6, 2015
- CARAMIELLO C., *Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione*, Giuffrè, Milano, 1993
- CAVALIERI E., *Le operazioni che caratterizzano l'attività d'impresa*, in CAVALIERI E. (a cura di), *Appunti di Economia aziendale. Vol. I*, Edizioni Kappa, Roma, 1995
- CAVALIERI E., *Gli aspetti monetario, numerario, finanziario ed economico della gestione* in CAVALIERI E. (a cura di), *Appunti di Economia aziendale. Vol. I*, Edizioni Kappa, Roma, 1995
- CAVALIERI E., *La valutazione dell'equilibrio economico: la redditività aziendale* in CAVALIERI E. (a cura di), *Appunti di Economia aziendale. Vol. I*, Edizioni Kappa, Roma, 1995
- CESCON F., *L'analisi finanziaria nella gestione aziendale. Teorie, strumenti, applicazioni*, UTET, Torino, 1995

- CESR ref. 05-054/b, *CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, 10 febbraio 2005, disponibile su <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/05-054%252Fb>, [ultimo accesso 21 dicembre 2017].
- CNDCEC, *La redazione del bilancio delle società di minori dimensioni: disposizioni normative e criticità*, <http://www.cndcec.it> [ultimo accesso 1 agosto 2017], novembre 2012
- CNDCEC-CONFINDUSTRIA, *Problematiche e soluzioni operative per il passaggio alle disposizioni del D.Lgs. 139/2015 e ai Principi contabili nazionali*, <http://www.cndcec.it> [ultimo accesso 21 luglio 2017], marzo 2017
- CNDC e CNR Commissione per la Statuizione dei Principi Contabili, Documento n. 12 "Composizione e schemi del bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi", 1 gennaio 1994
- CODA V., *L'analisi della dinamica finanziaria*, in CODA V., BRUNETTI G., BARBATO BERGAMIN M., *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, ETAS, Milano, 1974
- COLLINI P., *Analisi dei costi. Un approccio orientato alle decisioni*, FrancoAngeli, Milano, 2008
- DALLOCCHIO M., SALVI A., *Management Vol. 6: Finanza in azienda*, Il Sole24Ore, Milano, 2004
- DAVENPORT T.H., PRUSAK L., *Il sapere al lavoro. Come le aziende possono generare, codificare e trasferire conoscenza*, ETAS, Milano, 2000
- DE ANGELIS L., *Elementi di diritto contabile*, Giuffrè, Milano, (4 ed.), 2015
- DEZZANI F., *Il "costo ammortizzato" applicato ai "prestiti obbligazionari" emessi con disaggio*, in «Il Fisco», n. 5, 2017
- DEZZANI F., *Crediti e debiti commerciali scadenti oltre i 12 mesi: criterio del costo ammortizzato e attualizzazione*, in «Il Fisco», n. 7, 2017
- DI GIORGIO G., *Economia e politica monetaria*, CEDAM, Padova, 2013
- DORE R., *La finanziarizzazione dell'economia globale*, in «Stato e Mercato», n. 84, 2008
- ELLIOTT B., ELLIOTT J., *Financial accounting & reporting* (14th ed.), Prentice Hall/Pearson Ed., Harlow, 2010
- FASB Accounting Standards Update, *Statement of Cash Flows (Topic 230): Restricted Cash*, N. 2016-18, November 2016, disponibile su <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1218220137102> [ultimo accesso 3 febbraio 2018]

- FERRARESE P., CRISTOFORI G., *Il bilancio in forma abbreviata*, Il Sole24Ore, Milano, 2004
- FERRARESE P., *Il Sistema informativo-gestionale per le aziende di ridotta complessità*, Cafoscarina, Venezia, 2006
- FERRARESE P., *La dinamica finanziaria. Flussi e rendiconto finanziario*, in SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016
- FERRARIS FRANCESCHI R., *L'azienda: forme, aspetti, caratteri e criteri discriminanti*, in CAVALIERI E. (a cura di), *Appunti di Economia aziendale. Vol. I*, Edizioni Kappa, Roma, 1995
- FORAY D., *L'economia della conoscenza*, Il Mulino, Bologna, 2000
- FUSA E., *Principi contabili OIC: quale valenza giuridica ai fini civilistici e fiscali?*, in «Il Fisco», n. 17, 2017
- GAIANI L., *Crediti e debiti al costo ammortizzato: complicazioni contabili e ricadute fiscali*, in «Il Fisco», n. 15, 2017
- GALBRAITH J.K., *Storia della economia*, BUR, Milano, 2001
- GIUNTA F., PISANI M., *Il bilancio*, Apogeo, Milano, (2 ed.), 2008
- HORNGREN C.T., HARRISON W.T. JR., OLIVER M.S., *Financial & Managerial Accounting* (3rd ed.), Prentice Hall, Upple Saddle River, 2011
- IAS 1, *Presentation of financial statements*, September 2007
- IAS 7, *Statement of Cash Flows*, September 2007
- IAS 32, *Financial Instruments: Presentation*, December 2003
- IAS 39, *Financial Instruments: Recognition & Measurement*, December 2003
- KIESO D.E., WEYGANDT J.J., WARFIELD T.D., *Intermediate Accounting* (15th ed.), John Wiley & Sons, Hoboken, 2013
- MACKENZIE B., COETSEE D., NJIKIZANA T., CHAMBOKO R., COLYVAS B., HANEKOM B., SELBST E., *2013 Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2013
- MANCA F., *Effetti dell'eliminazione dal conto economico dell'area straordinaria*, in «Amministrazione & Finanza», n. 3, 2017
- MANCIN M., *La valutazione della performance aziendale attraverso gli indici di bilancio*, in SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016

- MARCHI L. (a cura di), *Introduzione alla contabilità d'impresa*, Giappichelli, Torino, (5 ed.), 2013
- MARCON C., *Dal bilancio civilistico ai prospetti contabili riclassificati*, in SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016
- MARCON C., *La riclassificazione del Conto economico*, in SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016
- MARCON C., *La riclassificazione dello Stato patrimoniale*, in SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016
- MARI L.M., *Considerazioni generali in merito all'eliminazione dell'area straordinaria del conto economico*, in MARCHI L., LOMBARDI R., ANSELMI L. (a cura di), *Il governo aziendale tra tradizione e innovazione*, FrancoAngeli, Milano, 2016
- MASIA G., *La costruzione del rendiconto finanziario. Analisi finanziaria in base al criterio della «pertinenza gestionale»*, Buffetti editore, Roma, 1997
- MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, (2 ed.), 2008
- MELLA P., *Indici di bilancio. Guida alla procedura per l'analisi e il controllo della gestione aziendale*, Il Sole24Ore Pirola, Milano, 1996
- MELLA P., NAVARONI M., *Il Cash Flow efficace strumento di analisi di bilancio*, in «Economia Aziendale Online», Vol. 6. 3/2015: 99-114, [DOI: 10.6092/2038-5498/6.3.99-114]
- NACCARATO F., *Tecnica di finanziamento d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2017
- NONAKA I., TAKEUCHI H., *The knowledge-creating company. Creare le dinamiche dell'innovazione*, Guerini e associati, Milano, 1997
- NERI L., GUIDANTONI S., *Il costo ammortizzato nella valutazione dei debiti in bilancio: esempi*, in «Amministrazione & Finanza», n. 8-9, 2017
- O'BRIEN Y.-Y. C., *Measurement of Monetary Aggregates Across Countries* (January 2007). FEDS Working Paper No. 2007-02. www.federalreserve.gov, [Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.970263>].
- OIC 6, *Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio*, 2 agosto 2011
- OIC 10, *Rendiconto finanziario*, 5 agosto 2014
- OIC 10, *Rendiconto finanziario*, 22 dicembre 2016

- OIC 11, *Bilancio d'esercizio. Finalità e postulati*, 30 maggio 2005
- OIC 11, *Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*, Bozza per la consultazione 2017
- OIC 12, *Composizione e schemi del bilancio d'esercizio*, 5 agosto 2014
- OIC 12, *Composizione e schemi del bilancio d'esercizio*, 22 dicembre 2016
- OIC 13, *Rimanenze*, 22 dicembre 2016
- OIC 14, *Disponibilità liquide*, 22 dicembre 2016
- OIC 15, *Crediti*, 26 giugno 2014
- OIC 15, *Crediti*, 22 dicembre 2016
- OIC 19, *Debiti*, 5 agosto 2014
- OIC 19, *Debiti*, 22 dicembre 2016
- OIC 20, *Titoli di debito*, 22 dicembre 2016
- OIC 22, *Conti d'ordine*, 5 agosto 2014
- OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, 22 dicembre 2016
- OIC 25, *Imposte sul reddito*, 22 dicembre 2016
- OIC 28, *Patrimonio netto*, 22 dicembre 2016
- OIC 29, *Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, eventi e operazioni straordinarie, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio*, 5 agosto 2014
- OIC 29, *Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio*, 22 dicembre 2016
- OIC 32, *Strumenti finanziari derivati*, 22 dicembre 2016
- OLIVOTTO L., *Valore e sistemi di controllo. Strumenti per la gestione della complessità*, McGraw-Hill, Milano, 2000
- ORLANDI M., *OIC 19, costo ammortizzato e ristrutturazione del debito*, in «Il Fisco», n. 28, 2017
- PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende e analisi di bilancio*, UTET, Torino, 1992
- PALEPU K.G., HEALY P.M., PEEK. E., *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition* (3rd ed.), Cengage Learning EMEA, Andover, 2013

- PALESTINI S., GIAMMARINI G., *Impatto sugli indici di bilancio ed aspetti fiscali ex Decreto Bilanci*, in «Amministrazione & Finanza», n. 2, 2017
- PECCATI L., *Valutazione analitica e sintetica di attività finanziarie*, Cariplo-Laterza, Bari, 1992
- PISONI P., BAVA F., BUSO D., DEVALLE A., RIZZATO F., *Crediti e debiti commerciali: costo ammortizzato in presenza di attualizzazione*, in «Il Fisco», n. 21, 2017
- PORTALUPI A., *Il recepimento della Direttiva 34: impatti non solo contabili*, in «Amministrazione & Finanza», n. 4, 2016
- PORTALUPI A., *Copertura dei rischi finanziari: aspetti contabili*, in «Amministrazione & Finanza», n. 6, 2016
- POTITO L., *Il rendiconto finanziario nelle imprese*, Giannini, Napoli, 1980
- POZZOLI M., VENUTI M., *Il bilancio delle PMI nel contesto internazionale*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 10-11-12, 2015
- PROTO A., *Il conto corrente come strumento di gestione del rapporto banca-cliente*, in BIFFIS P. (a cura di), *Le operazioni e i servizi bancari*, Giappichelli, Torino, 2002
- RAJAN R.G., ZINGALES L., *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino, 2008
- RICCI A., *Brevi note sul nuovo trattamento contabile delle azioni proprie. La prevalenza della forma sulla sostanza?*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 7-8-9, 2015
- RICCI A., *Brevi note sul nuovo trattamento contabile delle azioni proprie. I riflessi societari e tributari*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», fascicolo 1-2-3-4, 2016
- RISPOLI M., *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, Bologna, 2002
- RISPOLI M., TAMMA M., *Beni e servizi, cioè prodotti*, in «Sinergie», n. 29, 1992
- ROCCHI F., *La creazione del valore. Fini, condizioni e processi*, Cafoscarina, Venezia, 2001
- ROSEN L.S., DECOSTER DON T., *"Funds" Statements: A Historical Perspective*, in «The Accounting Review», January 1969
- ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J., JORDAN B.D., *Corporate finance* (11th ed.), McGraw-Hill, New York, 2015
- RULLANI E., *Economia della conoscenza. Creatività e valore nel capitalismo delle reti*, Carocci, Roma, 2004

- SANTESSO E., SÒSTERO U., *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, Il Sole24Ore Pirola, Milano, (2 ed.), 1999
- SENGE P.M., *La quinta disciplina. L'arte e la pratica dell'apprendimento organizzativo*, Sperling & Kupfer, Milano, (7 ed.), 2006
- SÒSTERO U., *L'economicità*, in SANTESSO E. (a cura di), *Lezioni di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2010
- SÒSTERO U., *Il bilancio d'esercizio secondo il codice civile e gli IFRS*, in SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016
- SÒSTERO U., FERRARESE P., *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000
- SÒSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2016
- SOTTORIVA C., *La contabilizzazione delle azioni proprie: le previsioni del d.lgs. 139/2015*, in MARCHI L., LOMBARDI R., ANSELMINI L. (a cura di), *Il governo aziendale tra tradizione e innovazione*, FrancoAngeli, Milano, 2016
- SUBRAMANYAM K. R., WILD J.J., *Financial statement analysis* (10th ed.), McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008
- TALARICO L., *Il rendiconto finanziario come strumento di controllo per le PMI*, in «Amministrazione & Finanza», n. 12, 2016
- TALEB N.N., *Il Cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore, Milano, 2009
- VALACICH J., SCHNEIDER C., CARIGNANI A., LONGO A., NEGRI L., *Tecnologie e innovazione nei mercati digitali*, Pearson Italia, Milano, (7 ed.), 2015
- VARIAN H.R., *Microeconomia*, Cafoscarina, Venezia, (4 ed.), 1998
- VERCELLIS C., *Business Intelligence: Data Mining and Optimization for Decision Making*, John Wiley & Sons, Chichester, 2009
- VOLPATO G., *Concorrenza, impresa, strategie*, Il Mulino, Bologna, (2 ed.), 1995
- VOLPATO G., STOCCHETTI A., *La competitività d'impresa in una prospettiva di knowledge management*, in VOLPATO G. (a cura di), *Il knowledge management come strumento di vantaggio competitivo. Un confronto intersettoriale*, Carocci, Roma, 2007

SITOGRAFIA

Capitolo 1

<https://www.bea.gov>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

<https://www.federalreserve.gov>

<http://www.fondazioneoic.eu>

<http://www.investopedia.com/terms/e/economicprofit.asp>

<http://lexicon.ft.com/Term?term=short termism>

<http://www.mckinsey.com/mgi>

<http://www.registroimprese.it>

<http://www.treccani.it/enciclopedia/scambio>

Capitolo 2

<http://www.cndcec.it>

<http://www.consob.it>

http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review-2016_en

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting_en

<http://eur-lex.europa.eu>

https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_it

<https://rivaluta.istat.it>

Capitolo 3

<https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni-base/relazioni-credizie/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/centrale-rischi/index.html>

<https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/05-054%252Fb>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32008R1126>

<https://www.investopedia.com/terms/m/marketablesecurities.asp>

<http://www.luigieinaudi.it/doc/conoscere-per-deliberare/?id=1988>

http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias1.htm

Capitolo 4

http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias7.htm

www.ea2000.it

<http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1218220137102>