

Corso di laurea magistrale in Economia, Finanza e Impresa

Crisi e ristrutturazione di impresa
I flussi di cassa. Il rendiconto finanziario

Prof. Anna Lucia Muserra

Anno Accademico 2022-2023

Esame della dinamica finanziaria: finalità

- *Valutare la capacità dell'impresa di generare flussi finanziari e di adattare tempi e ammontare di tali flussi a cambiamenti delle future condizioni di gestione*
- *Comprendere più approfonditamente i movimenti delle attività e passività patrimoniali. Il mero confronto fra due Stati Patrimoniali non permette di capire i movimenti che hanno avuto impatto finanziario.*
- *Misurare la qualità del reddito in termini di allineamento fra risultato economico e flussi finanziari*

Esame della dinamica Finanziaria: strumenti

La descrizione completa della dinamica finanziaria dell'impresa può essere sviluppata attraverso due strumenti complementari ma basati sulla stessa logica:

- 1) il prospetto **fonti-impieghi**
- 2) il **rendiconto finanziario (cash flow statement)**

A differenza dello stato patrimoniale e del conto economico, la logica finanziaria:

- Utilizza i **flussi monetari** (uscite e entrate di cassa) e non costi e ricavi;
- Fornisce una descrizione completa della dinamica finanziaria aziendale, suddivisa nelle diverse aree gestionali (area di flussi legati alla gestione caratteristica; aree di flussi diversi da gestione caratteristica, ad es.: variazioni investimenti, voci finanziarie, capitale netto).

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario

La modalità più frequentemente utilizzata di rappresentazione della dinamica finanziaria dell'impresa è costituita dalla redazione del **rendiconto finanziario** (cash *flow statement*).

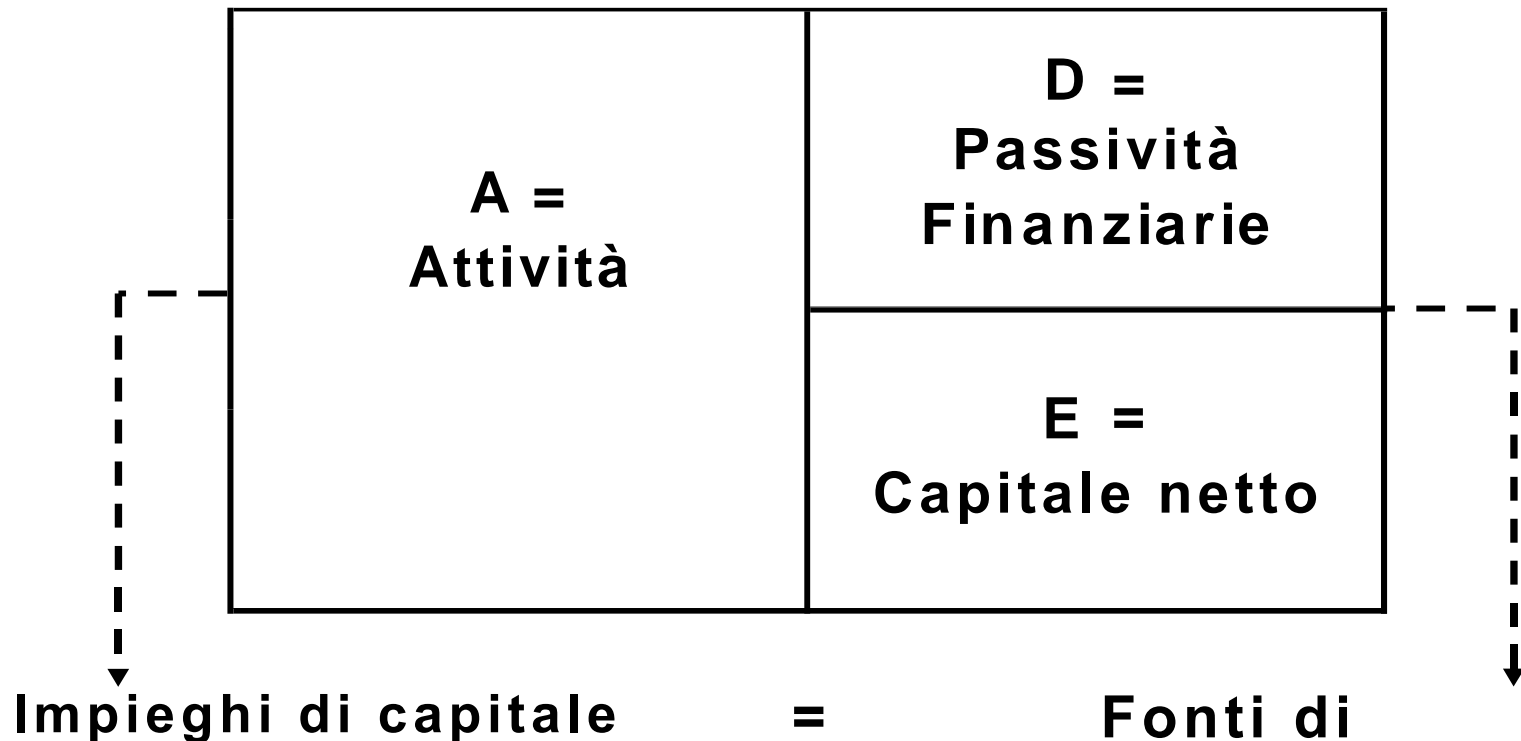
Il rendiconto finanziario è un documento che “spiega” la crescita o la riduzione della liquidità (cassa) dell'impresa attraverso i flussi di cassa generati in alcune “aree” della gestione.

Può essere costruito attraverso 2 metodologie:

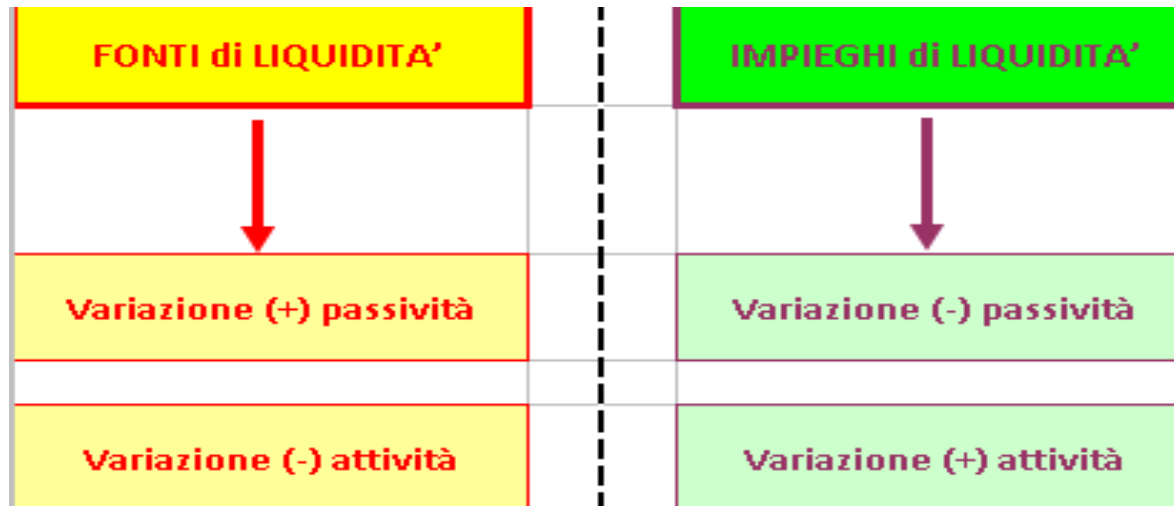
- 1. Diretta: attraverso l'analisi delle movimentazioni della voce “cassa” per ogni operazione (metodo lungo e dispendioso);
- 2. Indiretta: attraverso una serie di rettifiche apportate agli schemi di bilancio (è quella generalmente utilizzata e esaminata di seguito)

La Dinamica Finanziaria: Fonti e Impieghi

Dal punto di vista economico, lo stato patrimoniale (S.P.) dell'impresa rappresenta una "fotografia" che evidenzia da dove sono attinte le risorse dell'impresa (Fonti di capitale = Passività) e dove sono investite (Impieghi di capitale = Attività)



La Dinamica Finanziaria: Fonti e Impieghi



Adesempio:

Variazione (+) passività

Aumento capitale sociale a pagamento
Accensione nuovo mutuo

Variazione (-) attività

Diminuzione crediti commerciali
Disinvestimento di un immobile

Variazione (-) passività

Rimborso quote mutuo
Diminuzione debiti commerciali

Variazione (+) attività

Aumento scorte di magazzino
Acquisto di un immobile

Fonti e impieghi

● FONTI:

- Decremento dell'ATTIVO
- Incremento del PASSIVO
- Incremento del NETTO
- Ricavi

● IMPIEGHI

- Incremento dell'ATTIVO
- Decremento del PASSIVO
- Decremento del NETTO
- Costi

Le cause delle variazioni della cassa

- **GESTIONE CORRENTE**

- Ovvero differenza tra costi e ricavi monetari

- *[quando la variazione della cassa trova la sua causa in una variazione del box rosso]*

- **CAPITAL EXPENDITURE (CAPEX)**

- Differenza tra uscite per investimenti e entrate per disinvestimenti;

- *[quando la variazione della cassa trova la sua causa in una variazione del box grigio]*

- **VARIAZIONI DEL WORKING CAPITAL**

- Incasso/pagamento di crediti o debiti, variazioni del magazzino

- *[quando la variazione della cassa trova la sua causa in una variazione del box crema]*

- **GESTIONE FINANZIAMENTI**

- Differenza tra uscite per rimborsi ed entrate per erogazioni

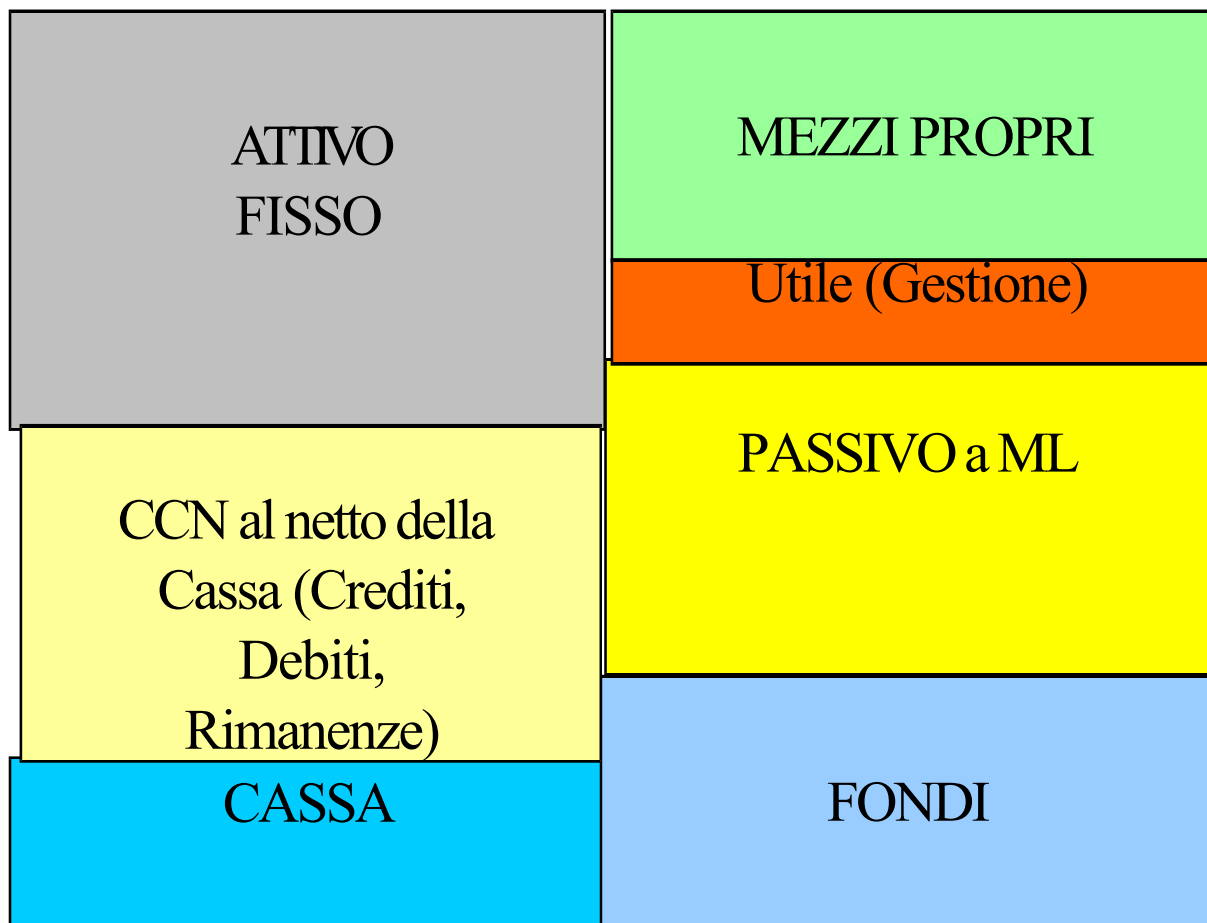
- *[quando la variazione della cassa trova la sua causa in una variazione del box giallo]*

- **MEZZI PROPRI (EQUITY)**

- Differenza tra entrate per apporti di capitale proprio ed uscite per pagamento di dividendi e rimborsi.

- *[quando a variazione della cassa trova la sua causa in una variazione del box verde]*

Le variazioni nel BOX



La tipologia di schema cui si tende

- Cassa all'1.1.
- \pm Flusso generato (assorbito) dalla gestione corrente
- - Utilizzo dei fondi
- \pm Flusso generato (assorbito) dalla gestione investimenti/disinvestimenti (CAPEX)
- \pm Flusso generato (assorbito) dalla variazione del capitale circolante (working capital)
- \pm Flusso generato (assorbito) dalla gestione finanziamenti/rimborsi
- \pm Flusso generato (assorbito) dalla variazione del capitale
- Cassa al 31.12

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario. Come procedere?

Input necessari:

- ultimi 2 S.P. riclassificati a 'pertinenza gestionale'
- ultimo C.E. riclassificato

voci di S.P. e C.E.= input

(variazioni di attività e passività; costi e ricavi) da trasformare in

output = flussi di cassa

(l'equivalente movimentazione monetaria delle rilevazioni contabili)

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario. Come procedere?

Si procede per aree gestionali, determinando nell'ordine il totale dei flussi di cassa afferenti a:

- gestione corrente/caratteristica;
- investimenti e disinvestimenti operativi;
- gestione finanziaria
(debiti finanziari, interessi/proventi finanziari);
- gestione delle voci di capitale netto.

•La sommatoria dei precedenti flussi porta al flusso di cassa complessivo di periodo, che deve equivalere al Δ di cassa e altre liquidità nei due S.P. input.

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario. Come procedere?

INPUT

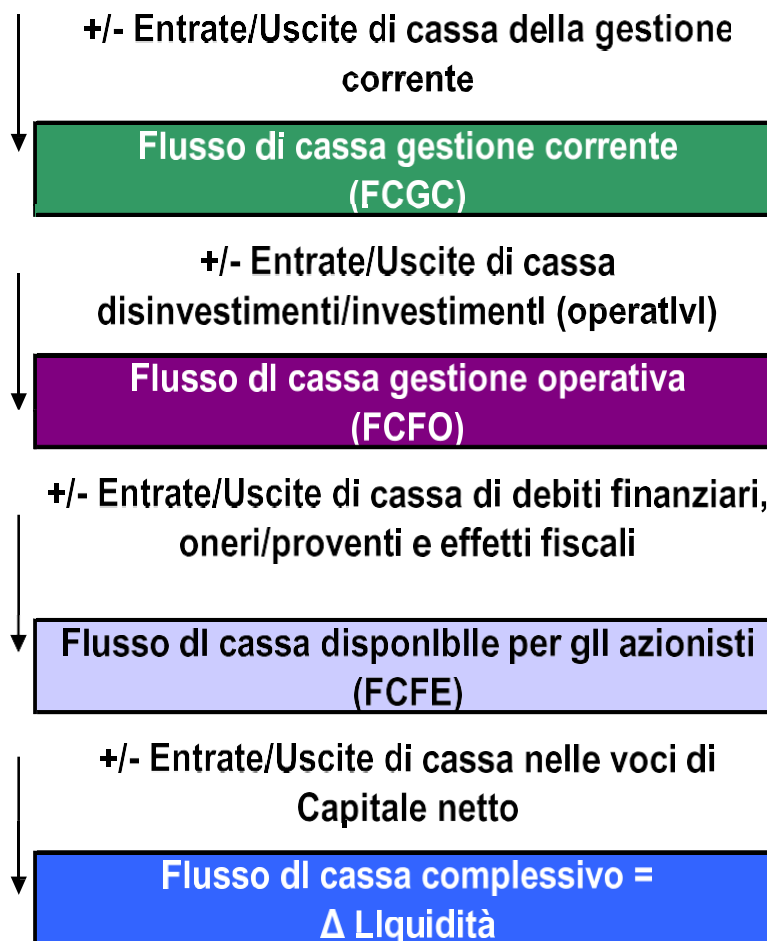
Attività correnti	Passività correnti
CCC	Passività finanziarie
Investimenti (operativi)	Capitale netto
Cassa	

2 S.P. a pertinenza gestionale

1 C.E. riclassificato

+ Ricavi
- Costi monetari correnti
= (MOL) EBITDA
- Ammortamenti
= (Reddito operativo) EBIT
- Interessi passivi
= Reddito ante imposte
- Imposte d'esercizio
= Reddito netto

OUTPUT



La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Flusso di Cassa gestione corrente (FCGC)

Partendo dall'EBIT... (non conosciamo ammontare imposte)

+	Reddito operativo (EBIT)	→	da C.E. → Rappresenta il margine economico (contabile) della gestione corrente
-	Imposte afferenti a gestione corrente	→	da C.E. → quota di imposte generate in modo esclusivo dalle voci sopra EBIT
+	Ammortamenti	→	da C.E. → costi 'non monetari': sono risommati perché non costituiscono uscita di cassa
=	Autofinanziamento 'Potenziale' = Flusso Circolante gestione corrente	→	'Potenziale' = se cui tutti i ricavi fossero stati riscossi e tutti i costi pagati nel periodo
-	Variazione Capitale circolante netto commerciale (Δ CCC)	→	da S.P. → indica ricavi e scorte non ancora incassati, costi non ancora pagati
=	Autofinanziamento 'Reale' = Flusso Cassa gestione corrente	→	Liquidità generata (assorbita se <0) da attività caratteristica dell'azienda

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Flusso di Cassa gestione corrente (FCGC)

Partendo dall'EBITDA...

- + Margine operativo lordo (EBITDA)
- Imposte afferenti a gestione corrente

= Autofinanziamento 'Potenziale' =
Flusso Circolante gestione corrente

- Variazione Capitale circolante netto
commerciale (Δ CCC)

= Autofinanziamento 'Reale' =
Flusso Cassa gestione corrente

Nel caso si conosca già l'importo di imposte della gestione corrente, esse possono essere sottratte direttamente dal MOL evitando poi di risommare gli ammortamenti al reddito operativo (come nel caso precedente)

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario. Flusso di Cassa gestione operativa (FCGO)

Sottraendo dal flusso cassa gestione corrente
le spese per investimenti sostenute
e sommando le entrate per disinvestimenti di immobilizzazioni s
i ottiene il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)

Flusso di Cassa gestione operativa (FCGO)

=

Autofinanziamento 'Reale' =
Flusso Cassa gestione corrente

-

Flussi in uscita netti per
'investimenti operativi

+

Flussi in entrata netti per
disinvestimenti operativi

=

Flusso di cassa gestione operativa
(FCFO)

= Unlevered free cash flow

da C.E. e S.P. → investimenti e disinvestimenti
“netti”. Il flusso deve prescindere dalla
componente di ammortamento (C.E.)

Flusso di cassa disponibile per pagamento:
creditori finanziari terzi (banche) e azionisti

Flussi di cassa non ancora ‘depurati’ delle poste
finanziarie relative al ‘debt’ (passività/oneri finanziari)

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Flusso di Cassa gestione per l'equity (FCFE)

Sottraendo dal flusso cassa gestione operativa le voci relative a passività finanziarie, oneri/proventi finanziari (e annessi effetti fiscali) si ottiene il flusso di cassa disponibile prima delle movimentazioni dell'equity (FCFE)

Flusso di Cassa gestione per l'equity (FCFE)

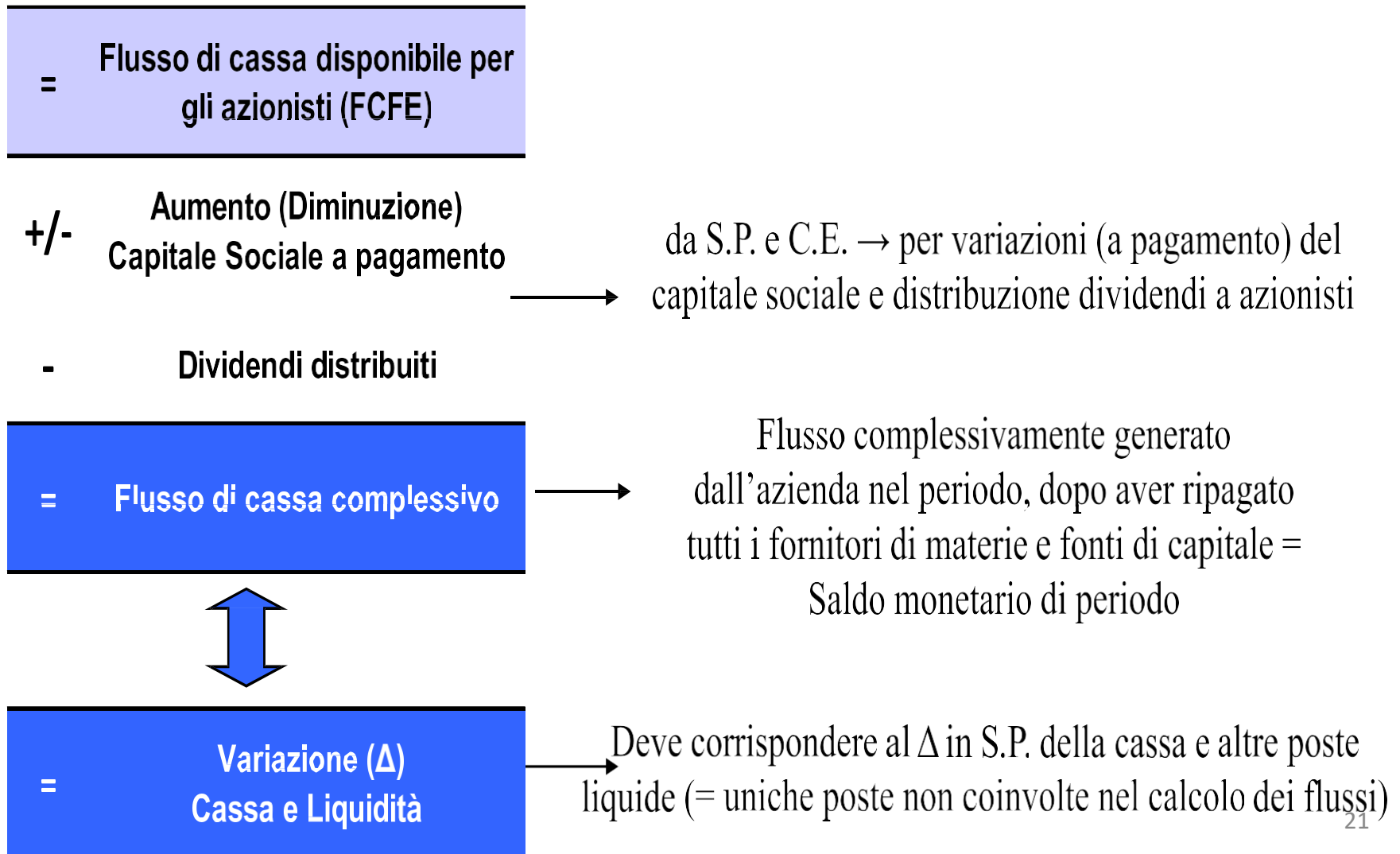
=	Flusso di cassa gestione operativa (FCFO)	
+	Incremento passività finanziarie	S.P. → per accensione (+) e rimborso (-) nuovi e vecchi debiti finanziari (variazione programmata debiti finanziari in caso di analisi prospettica)
-	Rimborso passività finanziarie	
-	Interessi passivi / oneri finanziari	C.E. → per pagamento oneri (-) e riscossione proventi (+) finanziari
+	Proventi finanziari	
+/-	Credito (Debito) d'imposta su interessi/proventi finanziari	C.E. → quota di imposta (credito di imposta) sul saldo proventi e oneri finanziari
=	Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)	Flusso di cassa dopo avere pagato 'banche' e disponibile per pagamento azionisti
=	Levered free cash flow	Flussi di cassa 'depurati' delle poste finanziarie relative al 'debt' (passività/oneri finanziari) ¹⁹

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario

Flusso di cassa complessivo = (Δ Liquidità)

Sottraendo dal **Flusso di cassa disponibile per gli azionisti** (FCFE) tutte le movimentazioni di cassa relative alla componente capitale netto si ottiene il **Flusso di cassa complessivo di gestione**, equivalente alla variazione delle liquidità nei due periodi analizzati

Flusso di cassa complessivo = (Δ Liquidità)



Rendiconto Finanziario

Schema riassuntivo



Un esempio

Consideriamo i dati (€ milioni) della nostra azienda “Pepe Verde SpA” che al momento (Anno 1) distribuisce a dividendo il 100% degli utili e ha un'aliquota d'imposta societaria del 40%.

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

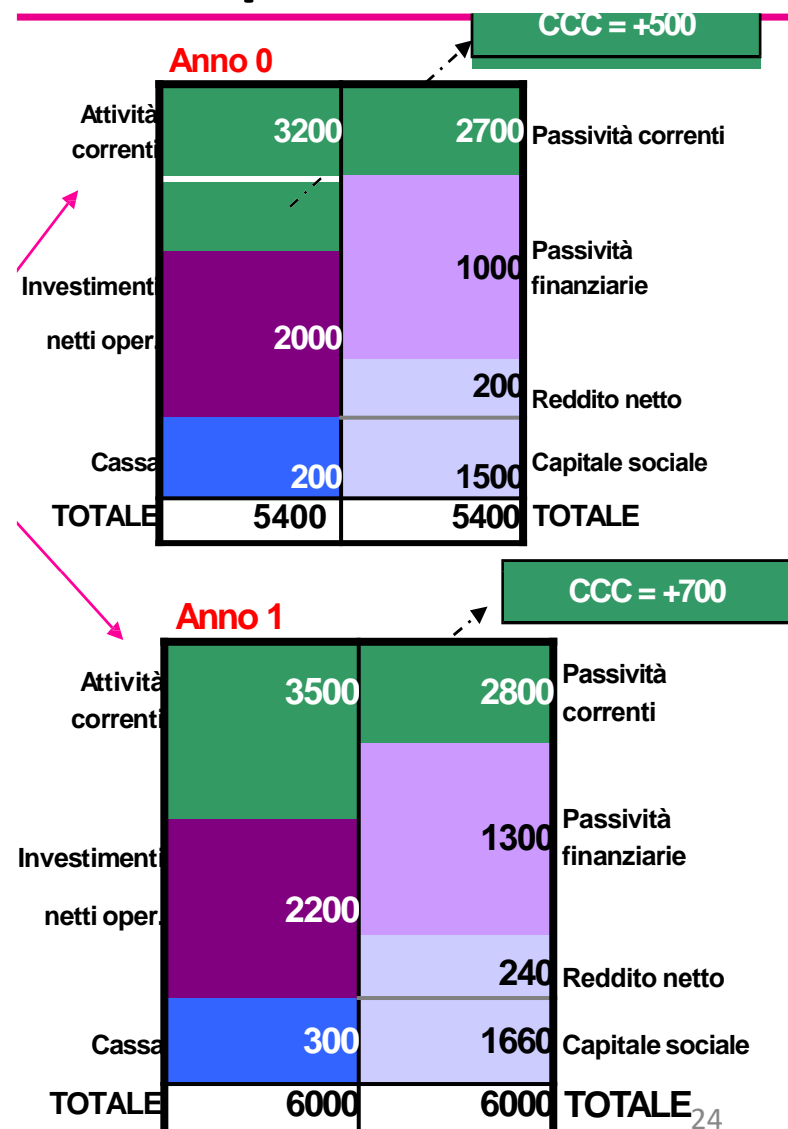
Un esempio: Pepe Verde SpA

CE riclassificato

Ulimi 2 SP. a
'pertinenza
gestionale'

Anno 1

+Ricavi	10,000
-Costi monetari correnti	- 6,700
= (MOL) EBITDA	3,300
-Ammortamenti	- 2,500
= (Reddito operativo) EBIT	800
-Interessi passivi	- 400
=Reddito ante imposte	400
-Imposte d'esercizio	- 160
=Reddito netto	240



La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Un esempio: Pepe Verde SpA

+ Reddito operativo (EBIT) 800

- Imposte afferenti gestione corrente -320 → calcolate su EBIT (40%)

+ Ammortamenti 2500

= Autofinanziamento 'Potenziale' =
Flusso Circolante gestione corrente 2980

- Variazione Capitale circolante netto
commerciale (Δ CCC) 200 → $CCC 1 - CCC 0 = (700€ - 500€)$

= Autofinanziamento 'Reale' =
Flusso Cassa gestione corrente 2780

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Un esempio: Pepe Verde SpA

= Autofinanziamento 'Reale' = 2780
Flusso Cassa corrente

- Flussi in uscita netti per investimenti operativi
-2700

+ Flussi in entrata netti per disinvestimenti operativi

= Flusso di cassa gestione operativa (FCFO) 80

calcolato come saldo
investimenti/disinvestimenti



– (variazione contabile immobilizzazioni
+ ammortamenti)

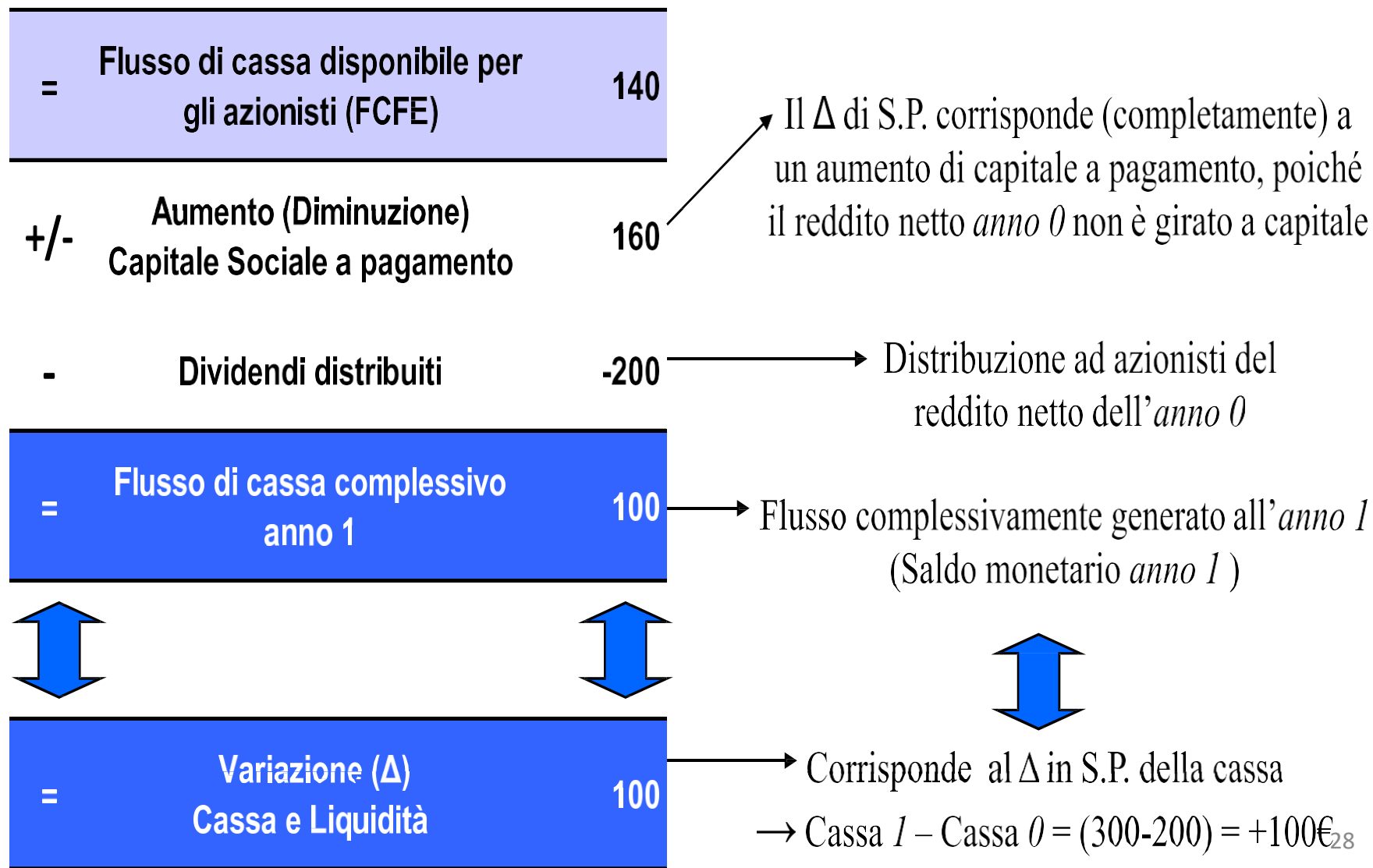
La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Un esempio: Pepe Verde SpA

=	Flusso di cassa gestione operativa (FCFO)	80	
+	Incremento passività finanziarie	300	→ calcolato come saldo passività finanziarie
-	Rimborso passività finanziarie		
<hr/>			
-	Interessi passivi / oneri finanziari	-400	
+	Proventi finanziari		
<hr/>			
+/-	Credito (Debito) d'imposta su interessi/proventi finanziari	160	→ calcolate su oneri finanziari (40%) → generano un credito di imposta
=	Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)	140	N.B. la somma del credito di imposta (+160€) e imposte gestione corrente (-320€) deve equivalere ovviamente il totale imposte di C.E. = (-160€) ₂₇

La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Un esempio: Pepe Verde SpA



La Dinamica Finanziaria: Rendiconto Finanziario.

Un esempio: Pepe Verde SpA

+	Reddito operativo (EBIT)	800
-	Imposte afferenti gestione corrente	-320
+	Ammortamenti	2500
=	Autofinanziamento 'Potenziale' = Flusso Circolante gestione corrente	2980
-	Variazione Capitale circolante netto commerciale (Δ CCC)	200
=	Autofinanziamento 'Reale' = Flusso Cassa gestione corrente	2780
-	Flussi in uscita netti per Investimenti operativi	-2700
+	Flussi in entrata netti per disinvestimenti operativi	
=	Flusso di cassa gestione operativa (FCFO)	80
+	Incremento passività finanziarie	300
-	Rimborso passività finanziarie	
-	Interessi passivi / oneri finanziari	-400
+	Proventi finanziari	
+/-	Credito (Debito) d'Imposta su interessi/proventi finanziari	160
=	Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)	140
+/-	Aumento (Diminuzione) Capitale Sociale a pagamento	160
-	Dividendi distribuiti	-200
=	Flusso di cassa complessivo = Variazione (Δ) Cassa e Liquidità	100

Note di commento (1)

Le imposte sulla gestione corrente sono calcolate come prodotto tra aliquota d'imposta (40%) per reddito operativo (€800) = -€320

La variazione di capitale circolante netto commerciale è data dal CCC all'anno 1 – CCC all'anno 0 = (700€- 500€) = +€200.

Note di commento (2)

I flussi dell'area investimenti e disinvestimenti netti sono stati calcolati sommando alla variazione contabile delle immobilizzazioni nette il valore degli ammortamenti =
 $-(2.200-2.000+2.500) = -2.700 \text{ €}.$

Note di commento (3)

Si supponga che il valore degli investimenti operativi all'1.1 sia pari a 2.000 al netto del fondo ammortamento. Durante l'anno siano stati effettuati altri investimenti per 2.700 . Al 31/12 **la quota annua di ammortamento sia pari a 2.500.**

Il valore contabile netto (al netto del fondo ammortamento) degli investimenti operativi, al 31/12, è allora di 2.200, ossia $2.000+2.700-2.500$.

Note di commento (3)

La variazione incrementativa, ottenuta confrontando i valori al 31.12 e quelli all' 1.1, ***al netto della quota annua di ammortamento***, ammonta a 200. In realtà, però, l'esborso monetario non è stato di 200 ma di 2.700.

Appare, dunque, evidente che la corretta entità di tale esborso può essere misurata solo «recuperando», nel calcolo, **il valore delle quote di ammortamento stanziato nell'esercizio e aggiungendo tale valore all'importo della variazione «netta» (al netto del fondo ammortamento) degli investimenti operativi.**

Nel nostro esempio, avremo: $(2.200 - 2000) + 2.500 = 2.700$.

Note di commento (3)

Il credito di imposta sul saldo della gestione finanziaria del conto economico è pari all'aliquota di imposta (40%) per gli oneri finanziari (400) = +160€.

Affinché i calcoli siano corretti, ovviante deve risultare che la somma del credito di imposta (+160€) e delle imposte della gestione corrente (- 320€) equivalgano al totale delle imposte registrate in conto economico di (-160€).

Note di commento (4)

Poiché è stato esplicitato che la totalità dell'utile netto dell'anno 0 è distribuito a dividendi (come sempre, nell'anno successivo a quello degli utili rilevati e quindi all'anno 1), occorre indicare un flusso di cassa in uscita per -200€ relativa a dividendi distribuiti agli azionisti e un aumento di capitale sociale a pagamento di $+160\text{€}$.

Note di commento (5)

Per quest'ultima movimentazione, è necessario infatti chiarire che la variazione del valore di capitale sociale a S.P. nei due anni (€1.660-€1.500) corrisponde interamente ad un aumento di capitale a pagamento, proprio perché l'utile netto dell'anno 0 di 200€ è stato completamente assegnato agli azionisti e non è stato girato neanche in minima parte a capitale.

Note di commento (6)

Il flusso di cassa complessivo dato dalla sommatoria dei flussi precedentemente esaminati corrisponde correttamente alla variazione annua di stato patrimoniale di cassa e liquidità assimilabili $(300-200) = +100\text{€}$.