



Economia Aziendale Online

## Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences  
International Quarterly Review

*IL CASH FLOW  
EFFICACE STRUMENTO DI ANALISI DI  
BILANCIO*

Piero Mella, Matteo Navaroni

Pavia, Dicembre 2015  
Vol. 6 - N. 3/2015

[www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)  
[www.economiaaziendale.it](http://www.economiaaziendale.it)



PaviaUniversityPress

---

Electronic ISSN 2038-5498  
Reg. Trib. Pavia n. 685/2007 R.S.P.

## Il Cash Flow Efficace Strumento di Analisi di Bilancio

Piero Mella, Matteo Navaroni

### Abstract

Le varie forme di cash flow, e le loro rispettive rappresentazioni documentali nei rendiconti finanziari, rappresentano la miglior forza esplicativa nel fornire al lettore gli elementi inerenti la capacità di creazione da parte dell'azienda di un flusso di cassa positivo derivante dallo svolgimento dei processi della gestione corrente e/o derivante processi della gestione degli investimenti/finanziamenti.

L'analisi del cash flow permette inoltre all'analista di verificare l'esistenza del corretto equilibrio finanziario tra le fonti di reperimento del capitale investito e l'impiego dello stesso.

Various forms of cash flow, and their respective representations in the financial statements, represent the best explanatory force in providing the reader strong information related to the company's ability to create a positive cash flow resulting from the current management processes and/or investment/financing processes. The analysis of cash flow also allows the analyst to verify the existence of proper financial balance between sources of raising investment and the use of the same.

**Keywords:** Cash flow d'esercizio, Cash flow operativo lordo, rendiconto finanziario, bilanciamento fonti-impieghi.

### 1 – La natura del rendiconto finanziario

Le imprese sono sistemi preordinati per ottenere un *risultato economico*, valore che esprime, da un lato, la *variazione delle risorse economiche* prodottasi in un dato esercizio (n) e, dall'altro, il *risultato dell'investimento* del capitale. Il reddito operativo deriva, pertanto, dal capitale investito e il reddito netto dal patrimonio netto<sup>1</sup>.

È possibile, tuttavia, considerare le imprese anche quali trasformatori *finanziari- monetari* che producono un *cash flow*, il risultato di sintesi della *dinamica monetaria* che esprime la variazione delle risorse monetarie nell'esercizio (n)<sup>2</sup> e pertanto, il cash flow complessivamente prodottosi nel periodo n-essimo si quantifica confrontando direttamente i valori iniziali con quelli finali di cassa e banche e, più in generale, delle *liquidità immediate*. Supponendo che all'1/1 dell'esercizio (n) la consistenza dei valori liquidi sia pari a K(1/1) e che essa passi al livello K(31/12) al termine del periodo, il *cash flow di periodo*, di seguito indicato come KFP, sarà misurato, in modo elementare e sintetico, dalla differenza (figura 1):

$$KFP = K(31/12) - K(1/1) \quad [1]$$

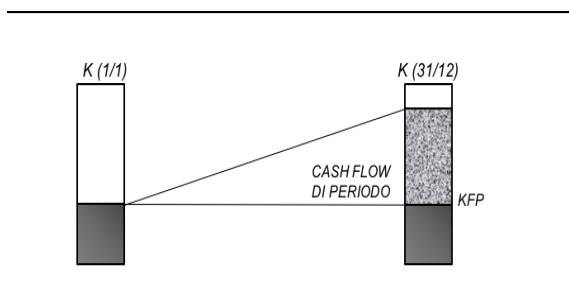
<sup>1</sup> I concetti di reddito e capitale sono ampliamenti approfonditi nella letteratura economico aziendale. Tra i molti studiosi, in particolare, si segnalano Ferrero (1968); Azzini (1975); Superti Furga (1991). Tra le opere storiche Zappa (1950); Onida (1951); Masini C. (1970). Un manuale è: Mella (1993).

<sup>2</sup> Pavan A. (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*. Giuffrè, Milano, II ed. pag. 175.

Il cash flow, tuttavia, può anche essere determinato con calcolo *analitico* mediante un processo di “ricostruzione” dei movimenti di cassa, derivando gli stessi dai valori dei tre conti di bilancio:

- stato patrimoniale iniziale, riferito all'1/1/(n),
- conto economico riferito a (n),
- stato patrimoniale finale, riferito al 31/12/(n).

**Fig. 1 - Cash flow di periodo**



Tale determinazione *analitica* risulta possibile in quanto *tutti i valori economici hanno un equivalente, correlato, valore finanziario e monetario*.

Il Conto Cassa ricostruito per determinare il cash flow deve, invece, essere necessariamente  *sintetico* ed esporre i “grandi” flussi di cassa da cui si origina la grandezza monetaria: il cash flow.

Tale conto cassa sintetico si denomina *cash flow statement* o anche *rendiconto finanziario*.

In effetti, il termine più corretto per indicare il documento finanziario che ricostruisce i movimenti finanziari è quello di “Statement of Cash Flows” o “Redazione del Rendiconto Finanziario”, termine utilizzato dall'IAS n. 7<sup>3</sup> dopo la revisione del 1992 in quanto precedentemente la denominazione usata per lo IAS 7 era “STATEMENT OF CHANGES IN FINANCIAL POSITION” E POI MODIFICATA IN “STATEMENT OF CASH FLOWS”. In tale principio contabile si afferma che il prospetto «*deve formare parte integrante del bilancio*».

Il rendiconto finanziario quale parte del bilancio di esercizio sembra avere avuto origine nei Paesi in lingua anglosassone nei quali la contabilità secondo logica economica si sviluppa sulla base di una teorica contabile di chiara matrice finanziaria (Lionzo, 2013).

Ricordiamo che nei Paesi in lingua inglese, e negli Stati Uniti, in particolare, si distingue tra contabilità direzionale, o industriale, e contabilità finanziaria; la prima viene denominata *Managerial Accounting* ed ha la funzione di fornire informazioni economiche e

finanziarie per le decisioni manageriali; la seconda, denominata *Financial Accounting*, ha la funzione di consentire di determinare il risultato economico, cioè di redigere il bilancio d'esercizio che, tramite lo stato patrimoniale, denominato *financial statement*, evidenzia la posizione finanziaria dell'impresa (*financial position of the firm*) al termine del periodo amministrativo. Per questo sembrò naturale pensare di accostare al *financial statement* anche un prospetto che evidenziasse le variazioni intervenute nella posizione finanziaria (*changes in the financial position*, appunto, come si legge nel ricordato IAS n. 7).

Già nel 1897, Greene, in *Corporate Finance*, presentò un prospetto denominato “*Summary of changes in the position of the company*” nel quale ordinava le variazioni nelle attività e nelle passività in due sezioni denominate “*Expenditures: for what purpose incurred*”, “*The Resources: whence derived*”, ma, ancor più indietro nel tempo, i bilanci di alcune imprese ferroviarie (la *Assam Company* nel 1882 e la *Northern Central Rail-road*) avevano predisposto prospetti dimostrativi delle variazioni patrimoniali del tutto analoghi a rendiconti finanziari.

Il primo Autore a diffondere la logica del rendiconto finanziario fu Cole, nel 1908 (in *Accounts, their construction and interpretation: for Business Men and Students of Affairs*) che propose un prospetto denominato “*Where-Got, Where-Gone Statement*”; in un'opera successiva nel 1921, lo stesso Cole denominò il prospetto “*Summary of balance sheet changes*”, termine che evidenzia chiaramente la derivazione del rendiconto finanziario dalle variazioni intervenute nelle attività e nelle passività denominate nell'opera come “*Applications of values*” e “*Sources of values*”.

Solo nel 1923, Finney (in *Principles of accounting*) propose di considerare in sostituzione delle semplici variazioni di attività e passività, le variazioni nella consistenza del capitale circolante netto (Coda, 1971) introducendo il prospetto denominato “*Statement of changes in working capital*” (Gilman, 1925) che corrisponde senza dubbi interpretativi al prospetto dei flussi di capitale circolante netto proposto dai Principi contabili italiani (Mella, 1987).

Il termine “*Statement of changes in financial position*” è stato introdotto da Bliss, nel 1923, ed è stato ufficializzato dall' American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) nel 1971.

Da questi pochi cenni<sup>4</sup> deriva chiaramente che la struttura generale del rendiconto finanziario può essere differenziata sulla base della “risorsa” discriminante dei cui flussi si deve offrire il rendiconto e più precisamente (Mella, 1987,1993):

1) rendiconto delle fonti e degli impieghi di cassa, *cash flow statement*, o rendiconto finanziario di

<sup>3</sup> Principio conforme al Regolamento n. 1725/2003, modificato con i Regolamenti n. 2238/2004, 1274/2008, 70/2009, 494/2009, 243/2010 e quindi alle disposizioni al 31 dicembre 2010.

<sup>4</sup> Una rassegna è in Anjum, 2010.

cassa; si genera considerando le “risorse” in termini di *flussi monetari*;

2) rendiconto delle fonti e degli impieghi di circolante, *current flow statement*, si ottiene identificando le “risorse” con il *capitale circolante netto*;

3) rendiconto delle fonti e degli impieghi di capitale di funzionamento, *general funds flow statement* o rendiconto finanziario generale; si configura quando si considerano le “risorse” quale generico “capitale” d'impresa.

In questo lavoro verrà esaminata la logica di costruzione del cash flow, senza impiegare uno schema espositivo preciso, per pervenire, in conclusione, alla formulazione del *general funds flow statement*, di più semplice e significativo utilizzo nelle analisi di bilancio.

## 2 - L'interpretazione monetaria delle attività e delle passività. Il cash flow di periodo

Tutti i valori dello stato patrimoniale possono avere, dal punto di vista dell'impresa, un'interpretazione monetaria, oltre che *finanziaria*, in termini di flussi di entrate – o *cash inflows* – e di spese – o *cash outflows* – come indicato [Tabella 1](#).

**Tab. 1 - Interpretazione monetaria delle attività e delle passività**

Classi	Significato finanziario	Significato monetario
attività	investimenti non correnti	→ cash outflow avvenuti, ma ancora da recuperare
passività	finanziamenti	→ cash inflow avvenuti, ma ancora da rimborsare
capitale proprio	finanziamenti	→ cash inflow avvenuti, ma ancora da rimborsare
TFR	finanziamenti	→ cash inflow avvenuti tramite i ricavi, ma ancora da trasformare in cash outflow
fondo ammortamento e svalutazione	quota di investimenti recuperata	→ cash outflow recuperati tramite l'uso di investimenti non correnti che genera cash inflow tramite gli ammortamenti
riserve di utile	risorse monetarie trattenute	→ cash inflow non trasformato un cash outflow per mancata distribuzione dell'utile → autofinanziamento netto
utile d'esercizio	risorse monetarie che eccedono quelle utilizzate	→ cash inflow avvenuti, tramite i ricavi, che eccedono la quota destinata al recupero degli investimenti (ammortamenti) e i cash outflow destinati ai costi monetari di produzione

Il *cash flow di periodo* rappresenta la variazione complessiva di cassa che si genera per effetto di *tutte le operazioni della gestione*:

- di quelle della gestione corrente d'esercizio, i cui valori sono riflessi nel conto economico;

- di quelle della gestione degli investimenti e dei finanziamenti fuori esercizio, i cui valori sono riflessi nello stato patrimoniale.

Il *cash flow di periodo* può essere determinato, in prima approssimazione, dai soli valori degli stati patrimoniali iniziale e finale di un dato anno (n).

Per dimostrarlo, vengono riscritti gli stati patrimoniali all'1/1 e al 31/12 come segue (come al solito K indica i valori liquidi):

$$K(1/1) + \text{INVESTIMENTI}(1/1) = \text{FINANZIAMENTI}(1/1) + \text{PATRIMONIO NETTO}(1/1) \quad [2]$$

$$K(31/12) + \text{INVESTIMENTI}(31/12) = \text{FINANZIAMENTI}(31/12) + \text{PATRIMONIO NETTO}(31/12) \quad [3]$$

La differenza algebrica dei valori della [3] rispetto alla [2], in effetti, determina una variazione *positiva* ( $\Delta^+$ ) o *negativa* ( $\Delta^-$ ) dei valori liquidi come derivazione dalle variazioni ( $\Delta$ ), positive o negative, nei rimanenti valori degli investimenti, dei finanziamenti e del patrimonio netto; a tali variazioni si può attribuire un *evidente significato monetario* rappresentabile in un rendiconto finanziario di cassa analogo a quello rappresentato in [Tabella 2](#).

Utilizzando un semplice ed evidente *modello analogico*, che ricorre a un'analogia “idraulica” ([figura 2](#)), si può rappresentare il calcolo del KFP come una concatenazione di *flussi di liquido* (le liquidità che fluiscono) tra la cassa iniziale (serbatoio di liquidità con un livello iniziale) e quella finale (serbatoio

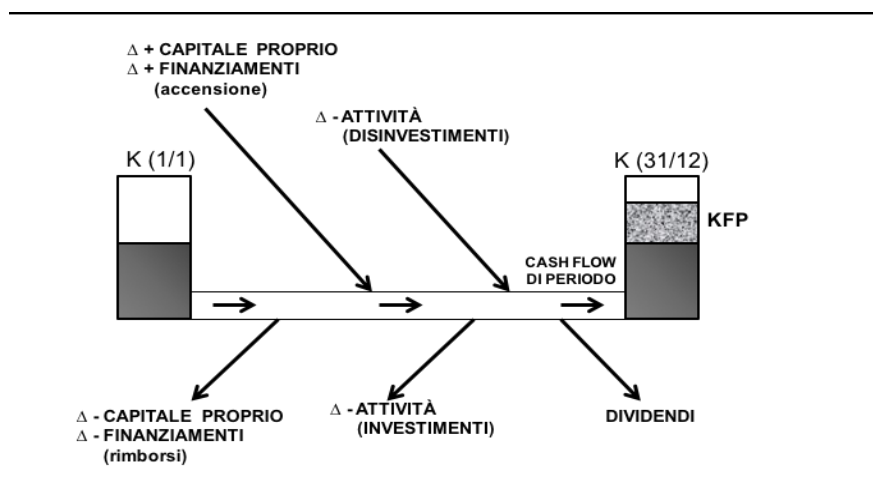
con un diverso livello di liquidità).

Le variazioni nelle attività, nelle passività e nel patrimonio netto rappresentano per ovvia derivazione le cause di variazione del livello iniziale di liquidità e sono rappresentate come afflussi e deflussi.

**Tab. 2 – Voci del rendiconto finanziario di cassa**

RENDICONTO FINANZIARIO DI CASSA calcolo del cash flow di periodo = KFP			
CASH INFLOWS = ENTRATE = FONTI		CASH OUTFLOWS = USCITE = IMPIEGHI	
( $\Delta^-$ ) FP	entrate per nuovi finanziamenti	( $\Delta^-$ ) FP	uscite per rimborso finanziamenti
( $\Delta^+$ ) PN	entrate per aumenti di capitale	( $\Delta^-$ ) CN	uscite per rimborso di capitale (esclusi i dividendi)
( $\Delta^-$ ) CI	entrate per disinvestimenti di attività	( $\Delta^-$ ) CI	uscite per acquisto di nuove attività
		dividendi	uscite per pagamento di dividendi o prelievo di utili

**Fig. 2 - Un modello per il calcolo del Cash Flow di periodo**



Anche a livello dei totali di stato patrimoniale il ragionamento è del tutto analogo, qualora le attività aumentino ciò richiederà maggiori cash out flow per realizzare gli investimenti; le passività e il patrimonio netto, di conseguenza aumenteranno dello stesso ammontare, rifornendo l'impresa dei cash inflow necessari per finanziare l'espansione delle attività. Per analizzare il diverso contributo delle *attività correnti e fisse* e delle *passività correnti e consolidate* nel procurare cash outflow e cash inflow, si può costruire il *rendiconto finanziario* indicato nella [Tabella 4](#).

### 3 – Il calcolo del cash flow mediante stati patrimoniali comparativi

Ai fini delle analisi del cash flow, la procedura per l'elaborazione di un *rendiconto finanziario generale* non appare complessa in quanto si possono utilizzare bilanci riclassificati, eventualmente già predisposti per il calcolo dei *ratios*, integrati con alcune informazioni aggiuntive ottenute direttamente dalla nota integrativa, così come previsto nel contenuto obbligatorio di cui all'art. 2427 cod. civ..

A titolo di esempio, consideriamo due stati patrimoniali in parte riclassificati come indicato nella [Tabella 3](#), per due anni consecutivi.

Nella tabella sono calcolate anche le variazioni delle voci di stato patrimoniale e tali variazioni sono già significativamente interpretate in termini di flussi di cassa e allocate, a seconda del significato, nelle ultime due colonne dei *cash inflows* e dei *cash outflows*.

Sulla base di quanto esplicitato nella [Figura 2](#) è possibile desumere alcune esemplificazioni:

– se la voce *clienti* subisce un incremento, esso ha significato di investimento necessario per ampliare il credito commerciale, quindi è rappresentativo del *cash outflows*;

– se il valore delle *immobilizzazioni finanziarie* si riduce esso ha significato di disinvestimento che ha provocato un cash inflow;

– se il valore delle *immobilizzazioni materiali* aumenta, esso ha significato di un impiego di risorse monetarie che ha provocato un cash outflow.

**Tab. 3 – Stati patrimoniali comparativi con differenza di valori**

FONTI = CASH INFLOWS			IMPIEGHI = CASH OUTFLOWS			
(Δ+)	utile anno (n)	300				
(Δ+)	fondi ammort. e sval.	1.600				
(Δ+)	TFR	500				
<b>CASH FLOW OPER. LORDO</b>		<b>2.400</b>	<b>39%</b>			
(Δ+)	debiti a lunga	-	(Δ-)	debiti a lunga	700	
(Δ+)	capitale netto	400	(Δ-)	capitale netto	-	
(Δ-)	immobilizz. immat.	-	(Δ+)	immobilizz. immat.	-	
(Δ-)	immobilizz. mat.	-	(Δ+)	immobilizz. mat.	2.900	
(Δ-)	immobilizz. fin.	500	(Δ+)	immobilizz. fin.	-	
				pagamento dividendi	500	
				pagamento TFR dell'anno		
<b>Totale fonti a lunga</b>		<b>3.300</b>	<b>54%</b>	<b>Totale impieghi a lunga</b>	<b>4.100</b>	<b>67%</b>
(Δ+)	fornitori	1.500	(Δ-)	fornitori	-	
(Δ+)	altri debiti a breve	500	(Δ-)	altri debiti a breve	-	
(Δ-)	clienti	-	(Δ+)	clienti	500	
(Δ-)	rimanenze	-	(Δ+)	rimanenze	1.500	
(Δ-)	altri invest. a breve	-	(Δ+)	altri invest. a breve	-	
<b>Totale fonti a breve</b>		<b>2.000</b>	<b>33%</b>	<b>Totale impieghi a breve</b>	<b>2.000</b>	<b>33%</b>
<b>TOTALE FONTI</b>		<b>5.300</b>		<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>6.100</b>	
(KFP<0)	utilizzo liquidità	<b>800</b>	<b>13%</b>	KFP>0 liquidità generata	-	
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>6.100</b>	<b>100%</b>	<b>TOTALE GENERALE</b>	<b>6.100</b>	<b>100%</b>

Dalla [tabella 4](#) è possibile osservare che l'*utile* dell'anno (n), le variazioni degli *ammortamenti* e del TFR indicano *fonti* di risorse monetarie che non derivano da disinvestimenti o da finanziamenti in quanto rappresentano un vero e proprio *autofinanziamento* (lordo), denominato *cash flow operativo lordo* (Mella, 1993; Airoidi et al. 1994) mentre gli impieghi a breve raccolgono anche il pagamento del TFR. Questa voce

(che non ha importo) indica infatti cash outflow collegata al pagamento del TFR per i dipendenti che hanno interrotto/cessato il proprio rapporto di lavoro nell'anno di riferimento.

**Tab. 4 – Rendiconto finanziario (rendiconto fonti-impieghi)**

Voci di stato patrimoniale	1/1/(n)	31/12/(n)	Cash inflow Δ	Cash outflow Δ
<b>ATTIVITÀ</b>				
Cassa e banche	1.000	200	800	-
Clienti	3.500	4.000	-	500
Rimanenze	2.500	4.000	-	1.500
Altri investimenti a breve	1.000	1.000	-	-
<b>Totale attività correnti</b>	<b>8.000</b>	<b>9.200</b>	-	<b>1.200</b>
Immobilizzazioni immateriali	1.500	1.500	-	-
Immobilizzazioni materiali	3.500	6.400	-	2.900
Immobilizzazioni finanziarie	1.000	500	500	-
<b>Totale attività fisse</b>	<b>6.000</b>	<b>8.400</b>	-	<b>2.400</b>
<b>Totale ATTIVO</b>	<b>14.000</b>	<b>17.600</b>	-	<b>3.600</b>
<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>				
Fornitori	3.500	5.000	1.500	-
Altri debiti a breve	1.500	2.000	500	-
<b>Totale Passività correnti</b>	<b>5.000</b>	<b>7.000</b>	<b>2.000</b>	-
TFR	1.500	2.000	500	-
Debiti a lunga	3.500	2.800	-	700
Fondi ammortamento e svalut.	1.500	3.100	1.600	-
<b>Totale Passività a lunga</b>	<b>6.500</b>	<b>7.900</b>	<b>1.400</b>	-
Capitale netto	2.000	2.400	400	-
Utile anno (n-1)	500		-	500
Utile anno (n)		300	300	-
<b>Totale Patrimonio netto</b>	<b>2.500</b>	<b>2.700</b>	<b>200</b>	-
<b>Totale PASSIVO E NETTO</b>	<b>14.000</b>	<b>17.600</b>	<b>3.600</b>	-

Il *rendiconto finanziario generale* indicato in tabella 4 non risulta del tutto preciso in quanto evidenzia alcuni *flussi di cassa non significativi*; per esempio, considera quale pagamento dividendi l'intero ammontare dell'utile dell'anno (n-1), anche se dalla nota integrativa si legge che una parte di quell'utile, pari a 200, è stata accantonata a riserve.

Pertanto, anche il flusso connesso all'incremento del capitale proprio, pari a 400, appare solamente nominale, derivando esso in parte dall'incremento di riserve per mancata distribuzione dell'intero utile dell'anno (n-1).

Per la redazione di un rendiconto finanziario significativo, occorre solitamente apportare *alcuni aggiustamenti* alle variazioni contabili determinate nelle ultime due colonne degli stati patrimoniali comparativi di tabella 3. In **Tabella 5** sono indicati alcuni degli aggiustamenti che di norma si rivelano necessari dalla

lettura sia del conto economico sia delle informazioni contenute nella nota integrativa<sup>5</sup>

#### 4 – Il significato monetario dei valori d'esercizio.

Per il calcolo significativo e completo del *cash flow di periodo* – e per eliminare molti degli inconvenienti a cui si è fatto cenno al termine del precedente paragrafo – occorre non trascurare i flussi di risorse monetarie che derivano dalle *operazioni della gestione corrente*, misurati *indirettamente* tramite i costi e i ricavi d'esercizio, ovvero valori caratterizzati da un evidente e semplice significato monetario. Nel conto economico vi sono, innanzitutto, costi e ricavi (e, più in generale, componenti di reddito) che possono definirsi “monetari” perché a essi si correlano uscite ed entrate monetarie; sono tipicamente i costi di acquisto, le minusvalenze, gli interessi passivi, le imposte, i ricavi di vendita, gli interessi attivi, le plusvalenze realizzate (Balduzzi, 2007).

Da un punto di vista monetario, possiamo allora scrivere:

a) costi d'esercizio *monetari* = CEM = investimenti correnti da recuperare = *cash outflows*;

b) ricavi d'esercizio *monetari* = REM = recupero di investimenti correnti = *cash inflows*.

Anche tali flussi possono essere indicati nel rendiconto

finanziario di cassa.

Le quote di *ammortamento*, le *svalutazioni* e la quota di TFR, iscritte nel conto economico, sono definite invece “costi non monetari” perché, pur essendo componenti negativi di reddito, da un punto di vista economico, non comportano uscite di moneta nell'esercizio (n). Al contrario, indicano quanta parte delle entrate monetarie, connesse ai ricavi di vendita, debba essere destinata per *recuperare* (ammortizzare) le uscite sostenute per l'acquisto delle attività ammortizzabili o per il pagamento futuro del TFR (Bartoli, 2015). Sempre come componenti negativi di reddito “non monetari” si interpretano le *variazioni negative del magazzino*, in quanto vanno a integrare gli acqui-

<sup>5</sup> Per un completo “catalogo” di tali aggiustamenti si rinvia a Mella (1977).

sti (costi monetari) o vanno a ridurre il valore delle vendite (ricavi monetari).

**Tab. 5 – Rendiconto finanziario. Alcuni aggiustamenti dell'analista**

dividendi e riserve	rettifica in meno del flusso positivo per ( $\Delta^+$ ) patrimonio netto	rettifica in più del flusso negativo per ( $\Delta^-$ ) utile (n-1)
eliminazione di immobilizzazioni	rettifica in più (in meno) dell'eventuale flusso negativo (positivo) per $\Delta^+$ (per $\Delta^-$ ) immobilizzazioni	creazione di un flusso positivo per il valore di eliminazione del bene eliminato
storno del fondo ammortamento	rettifica in più del flusso positivo connesso all'ammortamento	
pagamento TFR	rettifica in più del flusso positivo connesso al TFR	creazione del flusso negativo per pagamento di TFR [è già prevista la voce nella tabella 12.3.b]
rivalutazioni fuori esercizio portate a riserva di capitale	rettifica in meno del flusso negativo ( $\Delta^-$ ) per attività rivalutate	rettifica in meno del flusso positivo per ( $\Delta^+$ ) patrimonio netto

Al contrario le *variazioni positive del magazzino* possono essere interpretate come componenti positivi di reddito “non monetari” in quanto integrano il valore della produzione o riducono i consumi di materie.

Anche le *rivalutazioni*, quando iscritte esplicitamente nel conto economico, e le *capitalizzazioni* sono componenti positivi di reddito “non monetari” perché aumentano il reddito senza comportare entrate monetarie.

**Figura 3 - Costi e ricavi monetari e flussi monetari nel conto economico**

CONTO ECONOMICO			
CEM = COSTI MONETARI	COSTI PER • acquisti • servizi • minusvalenze • interessi passivi • imposte • ecc.	RICAVI PER • vendite • interessi attivi • plusvalenza • ecc.	REM = RICAVI MONETARI
	COSTI NON MONETARI • quota TFR • quota ammort. • svalutazione • $\Delta^-$ rimanenze	RICAVI NON MONETARI • $\Delta^+$ rimanenze • capitalizzazioni • rivalutazioni	
UTILE (PERDITA)			
MOVIMENTI MONETARI			
CASH INFLOWS	RICAVI PER • vendite • interessi attivi • plusvalenza • ecc.	USCITE PER • acquisti • servizi • minusvalenze • interessi passivi • imposte • ecc.	CASH OUTFLOWS
	CASH INFLOWS MANCATI • $\Delta^+$ rimanenze • capitalizzazioni • rivalutazioni	CASH INFLOWS • quota TFR • quota ammort. • svalutazione	KFO netto
UTILE (PERDITA)		CASH INFLOWS	

In generale è possibile desumere che:

a) costi d'esercizio *non monetari* = CEnM = *misura di cash outflows*

b) ricavi d'esercizio *non monetari* = REEnM = *misura di minori cash inflows*

ed inoltre:

c) reddito *prodotto* = moneta entrata con i ricavi ma non uscita con i costi = *misura di cash inflows*

d) reddito *distribuito* (dividendi) = moneta uscita = *misura di cash outflows*.

Sulla base di queste definizioni, è possibile costruire il modello di [figura 3](#), dal quale risulta immediato

comprendere la riclassificazione dei valori del conto economico sulla base della loro caratteristica monetaria, pertanto il conto economico si può riscrivere come segue:

$$CEM + \Delta^- \text{ rimanenze} + qAMM + qSVAL + qTFR + RN = REM + \Delta^+ \text{ riman.} + RIVAL + \text{capitalizz.} \quad [4]$$

ed è facile derivare il correlato *conto dei flussi monetari* che accoglie i flussi connessi ai componenti di reddito “monetari” e “non monetari”. Con la logica della partita doppia, il conto dei movimenti monetari appare analogo al conto economico ma con le sezioni invertite, come indicato in figura 3.

## 5 – Il cash flow operativo e d'esercizio

Nel precedente paragrafo 3 si è richiamato il concetto di *cash flow operativo lordo* (KFO lordo) quale partizione del cash flow di periodo derivante dalla duplice ipotesi in cui:

1) tutti gli acquisti e le produzioni non producessero *rimanenze* né di materie né di prodotti;

2) vi fosse un regolamento integrale per contanti di tutti gli acquisti (costi) e di tutte le vendite (ricavi) in altri termini una totale assenza di crediti/debiti di regolamento (clienti, fornitori, creditori e debitori diversi).

Il *cash flow operativo lordo* si determina, pertanto, con la seguente relazione:

$$KFO_{\text{lordo}} [\text{procedura diretta}] = REM - (CEM - \Delta^+ \text{ rimanenze} + \Delta^- \text{ rimanenze}) \quad [5]$$

Il cash flow operativo lordo (denominato anche *Operating Cash Flow*, OCF, oppure *Unlevered Cash Flow* o, ancora, *cash flow provided by (from) operations*) costituisce un valore molto importante e signifi-

ficativo in quanto indica l'ammontare delle risorse *potenzialmente generabili* dalla gestione corrente dell'impresa – i cui valori sono, appunto, iscritti nel conto economico – qualora si fosse in presenza di una perfetta sincronia tra acquisti, produzione e vendite (assenza di rimanenze) oltre al regolamento attuato per contanti (assenza di debiti e di crediti commerciali), così che tutti i CEM possano tradursi in cash outflows e tutti i REM in cash inflows.

Il cash flow operativo lordo rappresenta, pertanto, il cash flow ottenibile dalla gestione corrente senza tenere conto dei flussi connessi agli investimenti nel magazzino e alla dinamica dei crediti e dei debiti commerciali derivanti dalle politiche di stoccaggio e di regolamento attivo e passivo dell'impresa.

Poiché tutte le rimanenze sono “costi sospesi”, un incremento delle rimanenze indica che si sono sospesi costi che, in ipotesi di sincronia nei processi non si sarebbero manifestati; pertanto, per rispettare la prima ipotesi (Allegrini, et al., 2014):

a) il valore ( $\Delta^+$  rimanenze) indica che si sono sostenuti maggiori costi di acquisto o di produzione e che pertanto da questi si sono generate maggiori uscite; per tale motivo ( $\Delta^+$  rimanenze) deve essere portato in deduzione dei costi per quantificare i soli costi che si sarebbero sostenuti se non si fossero incrementati i magazzini materie, semilavorati e prodotti;

b) il valore ( $\Delta^-$  rimanenze) indica invece che si sono sostenuti minori costi monetari rispetto a quelli che si sarebbero dovuti sostenere se vi fosse stata perfetta sincronia nei processi; ( $\Delta^-$  rimanenze) va pertanto portato in aumento dei costi.

Abbandonando le due ipotesi iniziali si configurano due altre forme di cash flow ovvero abbandonando la prima ipotesi, il magazzino non varia e pertanto si determina il *cash flow operativo netto* (KFOnetto) mentre se viene abbandonata anche la seconda – regolamento per contanti – allora è possibile determinare il *Cash Flow di esercizio* (KFE). Il cash flow operativo netto è semplicemente determinabile quale differenza tra i ricavi e i costi monetari, così come risulta dalla riclassificazione del conto economico:

$$\text{KFOnetto [procedura diretta]} = \text{REM} - \text{CEM} \quad [6]$$

Per la relazione fondamentale [4], è possibile scrivere:

$$+ q \text{ AMM} + q \text{ SVAL} + q \text{ TFR} + \text{RN} - \text{RIVAL} - \text{capitalizz.} = \text{REM} - (\text{CEM} - \Delta^+ \text{ rimanenze} + \Delta^- \text{ rimanenze}) = \text{KFOlordo} \quad [7]$$

Dal lato sinistro della [7] è pertanto immediato desumere, come già indicato in figura 2, che il cash flow operativo lordo è determinabile, per complemento della [5], anche dalla somma seguente:

$$\text{KFOlordo [procedura indiretta]} = q \text{ AMM} + q \text{ SVAL} + q \text{ TFR} + \text{RN} - \text{RIVAL} - \text{capitalizz.} \quad [8]$$

La [5] consente, infatti, di calcolare il cash flow operativo lordo con *procedura diretta*; la [8] ne determina l'ammontare invece con *procedura indiretta* e, proprio per la sua semplicità, rappresenta lo strumento più sicuro e veloce, comunemente impiegato.

Tramite la [8] è possibile quantificare immediatamente anche il *cash flow operativo netto*; tenendo conto che ogni incremento del magazzino riduce il cash flow operativo netto rispetto al lordo e alternativamente, ogni decremento lo aumenta.

Dalla [5] si ricava, infatti:

$$\text{KFOnetto} = \text{KFOlordo} - \Delta^+ \text{ rimanenze} + \Delta^- \text{ rimanenze} = \text{REM} - \text{CEM}$$

Per evidenziare le relazioni tra cash flow operativo lordo e netto, viene proposto un caso semplice di Conto Economico privo di valori a rimanenza e capitalizzazioni, come indicato in [Tabella 6](#).

Dopo una prima riclassificazione dei componenti di reddito in “monetari” e “non monetari”, si osserva immediatamente, dalle colonne (3) e (4), come la somma algebrica dei componenti di reddito monetari eguagli quella dei componenti di reddito non monetari compreso il risultato d'esercizio.

In *assenza di rimanenze*, con i dati della colonna (4), relativa ai componenti di reddito non monetari, risulta agevole determinare il cash flow operativo lordo come indicato nella [Tabella 7](#) che deriva dalla [8]; per comodità si è tenuta separata indicazione dei valori che formano il cash flow della gestione caratteristica da quelli che derivano dalla gestione finanziaria e dalle operazioni straordinarie.

Supponiamo ora che il conto economico di [tabella 6](#) si modifichi in quello della [Tabella 8](#) che differisce in quanto sono ipotizzati incremento delle rimanenze di prodotti pari allo stesso incremento del costo della produzione (non vi sono capitalizzazioni) e incremento delle rimanenze di materie pari a 500, conseguente a un ulteriore incremento degli acquisti per lo stesso importo.

Come si può osservare, nella [Tabella 9](#) il risultato netto dell'esercizio è rimasto inalterato in quanto all'aumento delle rimanenze di prodotti è seguito un aumento dei soli costi dell'esercizio variabili (materie, lavoro, escluso il TFR) ma non dei costi fissi (ammortamento e svalutazioni); l'aumento del *costo della produzione* è stato rettificato con un contemporaneo aumento del *valore della produzione* dovuto proprio all'incremento del valore delle rimanenze di prodotti (tale ipotesi ha natura esclusivamente didattica e finalizzata a dare maggior evidenza al concetto per capire la dinamica relativamente all'aumento del valore delle rimanenze rispetto alla matrice dei flussi di costi/ricavi/ cassa). Analogamente, l'incremento delle



rimanenze di materie è la conseguenza di un aumento degli acquisti corrispondenti.

**Tab. 6 – Le relazioni tra cash flow operativo lordo e netto**

Voci di conto economico [1]	31/12/(n) [2]	Monetario [3]	Non monetario [4]
Ricavi di vendita e prestazioni	15.000	15.000	
(Δ) Rimanenze di produzioni			-
Capitalizzazioni			-
<b>Valore della produzione</b>	<b>15.000</b>		
Costo acq. materie e servizi	11.000	-11.000	
(Δ) Rimanenze di materie			-
Stipendi e contributi	2.000	-2.000	
Quota TFR	500		-500
Quote di ammortamento	900		-900
Quote di svalut. imm.tec.	100		-100
Perdite di crediti	100	-100	
<b>Costo della produzione</b>	<b>14.600</b>		
<b>Risultato operativo</b>	<b>400</b>		
Proventi finanziari	100	100	
Oneri finanziari	-150	-150	
Rivalutazioni finanziarie	50		50
Svalutazioni finanziarie	-200		-200
Plusvalenze	600	600	
Minusvalenze		-	
Svalutazioni straordinarie	150		150
Rivalutazioni straordinarie	-400		-400
<b>Utile ante imposte</b>	<b>550</b>		
Imposte d'esercizio	250	-250	
<b>Utile (perdita d'esercizio)</b>	<b>300</b>		<b>-300</b>
<b>Totale monetari/non monetari</b>		<b>2.200</b>	<b>-2.200</b>

**Tab. 7 – La dimensione del KFO in assenza di rimanenze**

Utile anno (n)	300
Quote di ammortamento	900
Quote di svalut. immob. tecn.	100
Quota TFR	500
Capitalizzazioni	-
<b>Cash flow op. caratteristico</b>	<b>1.800</b>
Rivalutazioni finanziarie	-50
Svalutazioni finanziarie	200
Rivalutazioni straordinarie	-150
<b>Cash flow op. non caratteristico</b>	<b>400</b>
<b>Cash flow op. lordo</b>	<b>2.200</b>

Pertanto, con l'introduzione delle rimanenze muta il cash flow operativo netto rispetto al lordo mentre

quest'ultimo rimane inalterato in quanto l'aumento degli acquisti è compensato dall'incremento delle rimanenze di materie mentre l'incremento del costo della produzione risulta annullato dalla variazione delle rimanenze di prodotti.

Per una più chiara lettura delle tabelle risulta opportuno osservare che:

– le colonne (3) delle *tabelle* 7 e 9 permettono di determinare facilmente il cash flow op. netto secondo la relazione [6];

– le colonne (4) delle *tabelle* 7 e 9 consentono di verificare il cash flow operativo netto secondo la relazione [9];

– le due colonne esterne della *tabella* 10 consentono di verificare le relazioni [9] e [5].

## 6 – Il cash flow d'esercizio e il Free Cash Flow

La *cash flow operativa* diventa *cash flow d'esercizio* qualora venga abbandonata anche la seconda ipotesi del paragrafo precedente e considerando esplicitamente la dinamica dei *crediti* e dei *debiti commerciali* o di regolamento degli acquisti/vendite (e in generale i crediti e i debiti a breve connessi ai componenti di reddito monetari).

È immediato comprendere come ogni incremento di crediti commerciali (CRE-CO) riduca i flussi positivi di cassa, mentre ogni incremento dei debiti commerciali (DEB-CO) riduca quelli negativi; si può porre, pertanto, astrattamente:

1.  $\Delta^+$  (CRE-CO) = minori cash inflows per ricavi monetari  $\approx$  cash outflows,

2.  $\Delta^+$  (DEB-CO) = minori cash outflows per costi monetari  $\approx$  cash inflows.

Alle opposte conclusioni si perviene, ovviamente, considerando i decrementi:

3.  $\Delta^-$  (CRE-CO) = maggiori cash inflows rispetto all'ammontare dei ricavi monetari,

4.  $\Delta^-$  (DEB-CO) = maggiori cash outflows rispetto all'ammontare dei costi monetari.

Il *cash flow operativo netto* integrato con i flussi connessi alle variazioni dei debiti e dei crediti commerciali configura il *cash flow d'esercizio* (KFE) rappresentativo di quanta parte del *cash flow operativo* è destinabile per il finanziamento di tutti gli altri impieghi dopo avere già tenuto conto degli investimenti in magazzino e di quelli relativi ai crediti e debiti commerciali.

**Tab. 8 – Le relazioni tra cash flow operativo lordo e netto con rimanenze**

Voci di conto economico [1]	31/12/(n) [2]	Monetario [3]	Non monetario [4]
Ricavi di vendita e prestazioni	15.000	15.000	
(Δ) Rimanenze di produzioni	1.000		1.000
Capitalizzazioni			-
<b>Valore della produzione</b>	<b>16.000</b>		
Costo acq. materie e servizi	12.000	-12.000	
(Δ) Rimanenze di materie	- 500		500
Stipendi e contributi	2.500	- 2.500	
Quota TFR	500		- 500
Quote di ammortamento	900		- 900
Quote di svalut. imm.tec.	100		- 100
Perdite di crediti	100	- 100	
<b>Costo della produzione</b>	<b>15.600</b>		
<b>Risultato operativo</b>	<b>400</b>		
Proventi finanziari	100	100	
Oneri finanziari	- 150	- 150	
Rivalutazioni finanziarie	50		50
Svalutazioni finanziarie	- 200		- 200
Plusvalenze	600	600	
Minusvalenze		-	
Svalutazioni straordinarie	150		150
Rivalutazioni straordinarie	- 400		- 400
<b>Utile ante imposte</b>	<b>550</b>		
Imposte d'esercizio	250	- 250	
<b>Utile (perdita d'esercizio)</b>	<b>300</b>		<b>-300</b>
<b>Totale monetari/non monetari</b>		<b>700</b>	<b>-700</b>

In termini di flussi di risorse monetarie, possiamo immaginare

– il cash flow operativo lordo come una fonte che vada ad alimentare il cash flow operativo netto;

– il cash flow operativo netto come una fonte che vada ad alimentare il cash flow d'esercizio netto;

– il cash flow d'esercizio come una fonte che alimenti il cash flow di periodo.

Il *cash flow di periodo*, calcolato partendo dal cash flow operativo, detraendo le *variazioni del capitale circolante* rappresentati dalle variazioni dei crediti e debiti a breve e dalle variazioni delle rimanenze, e detraendo anche gli investimenti in attività fisse o i rimborsi dei finanziamenti (capital expenditures, o CAPEX<sup>6</sup>), oppure le variazioni opposte, ma *non considerando le variazioni di capitale proprio*, assume il significato di variazione di cassa liberamente disponibile dall'impresa e, per questo è anche definito *free cash flow* (FCF)<sup>7</sup>; tale grandezza assume la seguente configurazione:

$$CF_{\text{Operativo}} \pm \Delta AC \pm \Delta PC = CF_{\text{Esercizio}}$$

$$CF_{\text{Esercizio}} \pm \Delta AF \pm \Delta PF = \text{Free Cash Flow} \quad [9]$$

**Tab. 9 – Le relazioni tra cash flow operativo lordo e netto**

Componenti di reddito [1]	KFO netto [2]	KFO lordo [3]
Utile anno (n)	300	300
Quote di ammortamento	900	900
Quote di svalut. immob. tecn.	100	100
Quota TFR	500	500
(Δ) Rimanenze di produzioni	-1.000	
Capitalizzazioni	-	-
(Δ) Rimanenze di materie	-500	
<b>Cash flow operativo caratteristico</b>	<b>300</b>	<b>1.800</b>
Rivalutazioni finanziarie	-50	-50
Svalutazioni finanziarie	200	200
Rivalutazioni straordinarie	-150	-150
<b>Cash flow operativo non caratteristico</b>	<b>400</b>	<b>400</b>
<b>Cash flow operativo lordo</b>	<b>700</b>	<b>2.200</b>

Per calcolare il *cash flow d'esercizio* risulta utile partire dal *cash flow operativo lordo*, determinare il *cash flow operativo netto*, quindi il *cash flow d'esercizio*, tenendo conto delle variazioni dei crediti e dei debiti commerciali, come indicato in [Tabella 10](#).

<sup>6</sup> Le capital expenditures, o CAPEX rappresentano flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta cioè di investimenti in capitale fisso (cit. Borsa Italiana).

<sup>7</sup> Si riportano alcune definizioni in lingua inglese di free cash flow: "A measure of a company's ability to generate the cash flow necessary to maintain operations. There is more than one way to calculate free cash flow, but perhaps the simplest is to subtract a company's capital expenditures from its cash flow from operations. Some analysts believe that free cash flow is more important than other measures of financial health because it measures how much cash a company has and can make. This differs from other measures, which are sometimes accused of using both legitimate and illegitimate forms of accounting to make a company look healthier than it really is.", Farlex (2012).

"The cash flow that remains after taking into account all cash flows including fixed-asset acquisitions, asset sales, and working-capital expenditures. The definition of free cash flow varies depending on the purpose of the analysis for which it is being used.", Scott D. L. (2003).

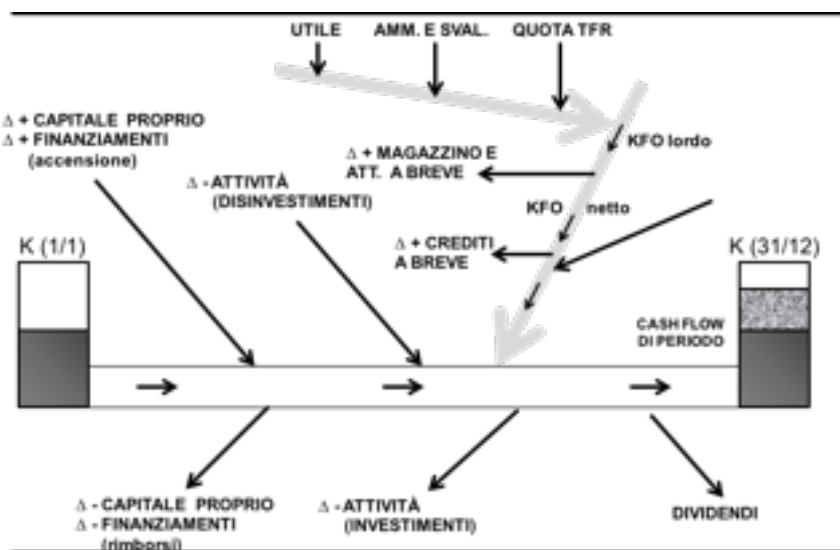
**Tab. 10 - Configurazioni dei cash flow**

Configurazioni	Significato
<b>KFO lordo</b>	risorse monetarie prodotte dalla gestione corrente nell'ipotesi di non tenere conto: • della politica dello stoccaggio • della politica dei regolamenti attivi (crediti) e passivi (fornitori)
- Δ + rimanenze oppure: - Δ + rimanenze	cash outflows per investimenti in magazzino cash inflows per disinvestimenti del magazzino
<b>= KFO netto</b>	risorse monetarie prodotte dalla gestione corrente: • dopo aver tenuto conto della politica dello stoccaggio • ma non della politica dei regolamenti attivi (crediti) e passivi (fornitori)
- Δ + (DEB-CO)	minori cash outflows rispetto ai costi monetari (quindi assimilabili a inflows) per incremento di debiti commerciali
- Δ + (CRE-CO)	minori cash inflows rispetto ai ricavimonetari (quindi assimilabili a outflows) per incremento di crediti commerciali
oppure: - Δ - (DEB-CO)	maggiori cash outflows
oppure: - Δ - (DEB-CO)	maggiori cash outflows
<b>= KFE [10]</b>	risorse monetarie prodotte dalla gestione corrente: • della politica dello stoccaggio • della politica dei regolamenti attivi (crediti) e passivi (fornitori)

Il *free cash flow* coincide con la variazione nei valori liquidi: se  $FCF > 0$ , allora i valori liquidi si incrementano; oppure si decrementano se  $FCF < 0$ .

Appare evidente che il  $FCF > 0$ , può essere impiegato, nei periodi successivi, o per l'espansione delle AF oppure per rimborsare ulteriormente le PF (se il  $ROD > ROI$ ), oppure per investimenti in attività accessorie.

Tenuto conto delle specificazioni soprarichiamate, il modello analogico idraulico di *figura 2* si trasforma in quello completo di *Figura 4*.

**Figura 4 – Un modello analogico completo per il calcolo del cash flow di periodo**

A fini esemplificativi, vengono ripresi gli stati patrimoniali comparativi della *tabella 3* e il conto economico della *tabella 7* e ipotizziamo che formino il bilancio contabile di una stessa impresa per l'anno (n).

Il RENDICONTO FINANZIARIO DI CASSA, con separata indicazione delle diverse forme di cash flow, si presenterebbe come indicato nella *Tabella 12*.

## 7 – I rendiconti finanziari

Tutti i flussi di cassa relativi a un dato esercizio possono essere esposti ordinatamente nel *rendiconto finanziario di cassa* che può assumere la forma

a due sezioni di *Tabella 11* che si legge con l'aiuto dei flussi della *figura 4*.

Nel rendiconto finanziario, proprio in analogia con un conto cassa, sono pertanto esposti i cash inflow, cioè le entrate, nella sezione dare e i cash outflow, cioè le uscite, nella sezione avere. Per ogni flusso positivo o negativo di cassa sono indicate le "cause" che l'hanno generato; tali cause sono denominate *fonti e impieghi* di liquidità, rispettivamente.

Le variazioni dei movimenti monetari ricostruite attraverso il rendiconto finanziario di cassa di *tabella 11* possono essere riordinate nel *rendiconto finanziario generale*, o *general funds flow statement*, di *Tabella 12* del tutto analogo a quello della *tabella 11*.

Il rendiconto finanziario generale (*tab. 12*) espone le stesse voci e gli stessi importi del rendiconto finanziario di cassa (*tab. 11*), tuttavia con differente disposizione, in diverso ordine, per privilegiare la distinzione tra fonti e impieghi di capitale a lungo e a breve termine.

Le due forme di rendiconto possono considerarsi equivalenti anche se, in pratica, potrebbero emergere alcune differenze che l'analista dovrà ricomporre.

Vi è, infine, una terza forma per esprimere il rendiconto finanziario: quella che distingue le fonti e gli impieghi di capitale all'in-

terno e all'ester-no del capitale circolante netto (CCN).

**Tab. 11 – Cash flow statement con separate indicazione dei cash flows**

FONTI = CASH INFLOWS		IMPIEGHI = CASH OUTFLOWS	
(Δ+) utile anno (n)	300		
(Δ+) fondi ammort. e sval.	1.000		
(Δ+) TFR	500		
<b>cash flow operat. lordo caratteristico</b>	<b>1.800</b>		
Rivalutazioni finanziarie	- 50		
Svalutazioni finanziarie	200		
Rivalutazioni straordinarie	- 150		
Svalutazioni straordinarie	400		
<b>cash flow operat. non caratteristico</b>	<b>400</b>	<b>(cash flow operat. non caratteristico &lt;0)</b>	
<b>cash flow operat. lordo</b>	<b>2.200</b>	<b>(cash flow operat. lordo &lt;0)</b>	
(Δ-) rimanenze	-	(Δ+) rimanenze	1.500
<b>cash flow operat. netto</b>	<b>700</b>	<b>(cash flow operat. netto &lt;0)</b>	
(Δ+) fornitori	1.500	(Δ-) fornitori	
(Δ+) altri debiti a breve	500	(Δ-) altri debiti a breve	
(Δ-) clienti	-	(Δ+) clienti	500
(Δ-) altri invest. a breve	-	(Δ+) altri invest. a breve	-
<b>cash flow d'esercizio</b>	<b>2.200</b>	<b>(cash flow d'esercizio &lt;0)</b>	
(Δ+) debiti a lunga		(Δ-) debiti a lunga	700
(Δ+) capitale netto	400	(Δ-) capitale netto	
(Δ-) immobilizz. immateriali		(Δ-) immobilizz. immateriali	
(Δ-) immobilizz. materiali		(Δ+) immobilizz. materiali	2.900
(Δ-) immobilizz. finanziarie	700	(Δ+) immobilizz. finanziarie	
		pagamento dividendi	500
		pagamento TFR	
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>3.300</b>	<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>4.100</b>
(KFP<0) utilizzo liquidità	800	KFP>0 liquidità generata	
<b>TOTALE GENERALE</b>	<b>4.100</b>	<b>TOTALE GENERALE</b>	<b>4.100</b>

Dopo la consueta riclassificazione dello stato patrimoniale in attività circolanti (AC) e attività fisse (AF) e in passività circolanti (PC) e passività fisse (PF), si forma la nota relazione:

$$AC + AF = PC + PF + PN$$

che può essere riscritta:

$$AC - PC = (PF + PN) - AF \quad [10]$$

Poiché:

$$CCN = AC - PC \quad [11]$$

ovviamente, dalla [10] risulta anche la relazione complementare:

$$CCN = (PF + PN) - AF \quad [12]$$

Possiamo allora cercare di calcolare e spiegare la variazione subita dal capitale circolante netto in un

esercizio, ΔCCN, accostando i valori che compongono proprio il capitale circolante netto in due stati patrimoniali consecutivi; nel calcolo possiamo seguire la [11] oppure la [12]:

a. l'analisi delle variazioni del CCN tramite la [11] si definisce analisi *endogena*, perché ricerca le cause di variazione di ΔCCN all'interno dei valori correnti, AC e PC, che "rientrano" nel circolante;

b. l'analisi attuata tramite la [12] si definisce *esogena*, in quanto giustifica ΔCCN in termini di valori che "non rientrano" nel circolante, che sono *esterni* a esso.

Il *Rendiconto Finanziario di capitale circolante* risulta analogo a quello di *Tabella 13*, dove la parte superiore di tale tabella attua l'analisi endogena, quella inferiore sviluppa l'analisi esogena ovviamente entrambe evidenziano la stessa variazione di CCN, pari a 800, ma con segno opposto, come dimostrato dalle (11) e (12).

E' possibile osservare come il *rendiconto finanziario di circolante netto* comprenda, ancora una volta, le stesse voci e gli stessi valori inseriti negli altri due rendiconti finanziari (a meno di alcune differenze che l'analista può annullare), muta tuttavia la logica di costruzione in quanto i flussi sono

distinti a seconda che appartengano o meno al circolante.

Le differenze tra i tre rendiconti derivano dal diverso criterio di classificazione dei cash inflow e dei cash outflow come indicato nella *figura 5a*.

Osserviamo, in particolare, la diversa interpretazione del cash flow operativo come indicato nella *figura 5b*.

## 8 – I rendiconti finanziari per valutare il bilanciamento tra fonti e impieghi di risorse monetarie

La funzione principale dell'analisi del cash flow, quindi della redazione del rendiconto finanziario, è quella di aiutare l'analista a valutare la gestione *da un punto di vista finanziario*.

Rimane valido il *principio generale* delle analisi di bilancio che *se la gestione finanziaria è "buona", allora il rendiconto finanziario deve presentare dei flussi equilibrati e bilanciati*; se il rendiconto finan-

ziario non manifesta flussi equilibrati e bilanciati il giudizio sulla gestione finanziaria non può essere positivo.

**Tab. 12 – Il Rendiconto Finanziario Generale con indicazione della durata dei flussi**

FONTI = CASH INFLOWS			IMPIEGHI = CASH OUTFLOWS		
(Δ+)	utile anno (n)	300			
(Δ+)	fondi ammort. e sval.	1.000			
(Δ+)	TFR	500			
<b>cash flow operat. lordo caratteristico</b>		<b>1.800</b>			
	Rivalutazioni finanziarie	- 50			
	Svalutazioni finanziarie	200			
	Rivalutazioni straordinarie	- 150			
	Svalutazioni straordinarie	400			
<b>cash flow operat. non caratteristico</b>		<b>400</b>	<b>(cash flow operat. non caratteristico &lt;0)</b>		
<b>cash flow operat. lordo</b>		<b>2.200</b>	<b>36%</b>	<b>(cash flow operat. lordo &lt;0)</b>	
(Δ+)	debiti a lunga		(Δ-)	debiti a lunga	700
(Δ+)	capitale netto	400	(Δ-)	capitale netto	
(Δ-)	immobilizz. immateriali		(Δ-)	immobilizz. immateriali	
(Δ-)	immobilizz. materiali		(Δ+)	immobilizz. materiali	2.900
(Δ-)	immobilizz. finanziarie	700	(Δ+)	immobilizz. finanziarie	
				pagamento dividendi	500
				pagamento TFR	
<b>Totale fonti a lunga</b>		<b>3.300</b>	<b>54%</b>	<b>Totale impieghi a lunga</b>	
				<b>4.100</b>	<b>67%</b>
(Δ-)	rimanenze	-	(Δ+)	rimanenze	1.500
(Δ+)	fornitori	1.500	(Δ-)	fornitori	
(Δ+)	altri debiti a breve	500	(Δ-)	altri debiti a breve	
(Δ-)	clienti	-	(Δ+)	clienti	500
(Δ-)	altri invest. a breve	-	(Δ+)	altri invest. a breve	-
<b>Totale fonti a breve</b>		<b>2.000</b>	<b>33%</b>	<b>Totale impieghi a breve</b>	
				<b>2.000</b>	<b>33%</b>
<b>TOTALE FONTI</b>		<b>5.300</b>	<b>87%</b>	<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	
				<b>6.100</b>	
(KFP<0)	utilizzo liquidità	800	<b>13%</b>	KFP>0 liquidità generata	
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>6.100</b>	<b>100%</b>	<b>TOTALE GENERALE</b>	
				<b>6.100</b>	<b>100%</b>

**Tab. 13 – Il Rendiconto Finanziario di Capitale Circolante Netto**

FONTI = CASH INFLOWS			IMPIEGHI = CASH OUTFLOWS		
	(KFP<0) utilizzo liquidità	800		KFP>0 liquidità generata	
(Δ-)	rimanenze	-	(Δ+)	rimanenze	1.500
(Δ+)	fornitori	1.500	(Δ-)	fornitori	
(Δ+)	altri debiti a breve	500	(Δ-)	altri debiti a breve	
(Δ-)	clienti	-	(Δ+)	clienti	500
(Δ-)	altri invest. a breve	-	(Δ+)	altri invest. a breve	-
<b>Totale fonti interne di CCN</b>		<b>2.800</b>	<b>Totale impieghi interni di CCN</b>		<b>2.000</b>
<b>CCN generato da gestione corrente</b>		<b>800</b>	<b>(CCN assorbito da gestione corrente)</b>		
<b>cash flow operat. lordo</b>		<b>2.200</b>	<b>(cash flow operat. lordo &lt;0)</b>		
(Δ+)	debiti a lunga		(Δ-)	debiti a lunga	700
(Δ+)	capitale netto	400	(Δ-)	capitale netto	
(Δ-)	immobilizz. immateriali		(Δ-)	immobilizz. immateriali	
(Δ-)	immobilizz. materiali		(Δ+)	immobilizz. materiali	2.900
(Δ-)	immobilizz. finanziarie	700	(Δ+)	immobilizz. finanziarie	
				pagamento dividendi	500
				pagamento TFR	
<b>Totale fonti esterne di CCN</b>		<b>3.300</b>	<b>Totale impieghi esterni di CCN</b>		<b>4.100</b>
<b>CCN generato da gestione non corrente</b>			<b>CCN assorbito da gestione non corrente</b>		
				<b>800</b>	

Per comprendere l'efficacia segnaletica dell'analisi del cash flow, iniziamo con alcune osservazioni:

1) gli indicatori di bilancio sono *rapporti di struttura*; riflettono, pertanto, una situazione relativa a un istante o a un periodo ma non fanno capire come quella situazione si sia formata e modificata con le operazioni della gestione (Mella, Navaroni, 2012; Chen, Shimerda, 1981; Horrigan, 1968);

2) anche nelle *analisi temporali* si attua un'indagine circa l'evoluzione della struttura confrontando strutture a istanti diversi senza, ancora una volta, osservare direttamente le operazioni della gestione che hanno provocato quelle modificazioni;

3) l'*analisi dei flussi* vuole, invece, analizzare le *cause di variazione di quella struttura* in termini di processi di operazioni e di politiche di gestione che hanno portato a investimenti, quindi a impieghi di risorse, o a reperimento di finanziamenti, quindi all'ottenimento di risorse;

4) nelle *analisi di struttura* tutti gli investimenti avevano il significato di risorse impiegate, le passività e il capitale proprio di risorse attivate, o reperite;

5) nell'*analisi dei flussi* si evidenzia, invece, come vi siano anche risorse attivabili mediante disinvestimento (riduzione dell'attivo) o vi siano anche risorse impiegabili per rimborso di finanziamenti (decremento di passività o di netto);

6) l'*analisi dei flussi* evidenzia chiaramente – *meglio di quella per ratios*, o comunque integrandola – la *dinamica* della gestione complessivamente attuata nell'esercizio per modificare la composizione del capitale sia dal lato degli investimenti sia dal lato dei finanziamenti;

7) l'*analisi dei flussi* evidenzia anche come interagiscano i valori del conto economico e i valori dello stato patrimoniale;

8) i cash flow operativo e d'esercizio rappresentano, pertanto, indicatori significativi per

l'analisi della dinamica finanziaria e della politica finanziaria dalla quale deriva;

9) più che il valore di tali indicatori, interessa, però, l'analisi dell'intero rendiconto finanziario, sia esso generale, al fine di giudicare la *correlazione*, il *corretto dimensionamento* e il *bilanciamento* delle fonti e degli impieghi di risorse derivanti dalla gestione economica e da quella finanziaria.

### Figura 5 – Caratteri distintivi dei tre rendiconti finanziari

(a)	
Tipo di rendiconto	Criterio di riclassificazione dei flussi
di cassa	secondo la fonte e l'impiego
generale	secondo la durata: a breve o a lungo termine
di CCN	secondo la durata: a breve o a lungo termine

(b)	
Tipo di rendiconto	Interpretazione del cash flow operativo
di cassa	la fonte principale dei flussi di cassa
generale	una fonte a lungo termine che può finanziare gli impieghi a lungo termine
di CCN	una fonte esogena al circolante che può finanziare gli impieghi endogeni al circolante

Per giudicare la *politica finanziaria* dell'impresa tramite l'analisi della correlazione tra fonti e impieghi, si accoglie il seguente *principio di buona gestione finanziaria*: ogni investimento deve correlarsi a un *adeguato* finanziamento, e viceversa.

Un *finanziamento* appare *adeguato* per un *investimento* se:

1. ha *durata* non inferiore a quella dell'investimento; un finanziamento corrente non può, ad esempio, finanziare una immobilizzazione;
2. ha un *costo* non superiore al rendimento dell'investimento; in linea di principio, un prestito a lunga non può essere assunto a un ROD (Return on Debt) superiore al ROI (Return on Investment) associabile all'attivo fisso finanziato.

Per giudicare la *politica finanziaria* occorre pertanto valutare se:

a) vi sia una *struttura bilanciata* tra le varie *durate* degli investimenti e dei finanziamenti, valutando il *bilanciamento* tra le diverse classi dell'uguaglianza fondamentale di struttura desumibile da uno stato patrimoniale riclassificato e così esprimibile:

$$AC(n) + AF(n) = PC(n) + PF(n) + CN(n-1) + AFN(N) \quad [13]$$

applicando le due regole di buona struttura che pongono le seguenti relazioni per definire la corretta dimensione del *marginare corrente* e della *copertura netta delle immobilizzazioni*:

$$AC(n) > 2 PC(n)$$

$$[CN(n-1) + AFN(N)] - AF(n) = [CN(n)] - AF(n) > 1$$

b) vi sia stata una *copertura bilanciata* degli investimenti tramite i finanziamenti nei diversi anni.

Per l'analisi della *copertura bilanciata* tra fonti e impieghi, appare consigliabile predisporre il *rendiconto finanziario generale* – nel quale i flussi finanziari siano riclassificati in *fonti e impieghi a breve* (correnti) e *non a breve* (non correnti) – e *disporre i flussi in un prospetto a quadranti* che, per comodità, può assumere la forma di **figura 6**.

Risulta utile ai fini di un corretto giudizio sulla struttura finanziaria richiamare alcuni postulati di buona struttura (Palepu et al., 2010; Mella, Navaroni, 2012, par. 4.8):

i)  $MT > 0$  dove  $MT$  rappresenta il *marginare di tesoreria* ottenuto come differenza algebrica tra la liquidità immediata e differita al netto delle passività correnti;

ii)  $CCN > 2 AC$  dove  $CCN$  rappresenta il *Capitale Circolante Netto* e  $AC$  l'attivo circolante;

iii)  $MS > 0$  dove  $MS$  rappresenta il *marginare di sicurezza* ottenuto come differenza algebrica tra il valore del Patrimonio Netto e quello dell'attivo immobilizzato.

### Figura 6 - Fonti a breve e a lunga nel rendiconto finanziario generale

<b>Fonti a breve</b> • smobilizzi a breve • indebitamento a breve	<b>Impieghi a breve</b> • investimenti a breve • riduzione indebitamento a breve
<b>Fonti a lunga</b> • smobilizzi di immobilizzazioni • indebitamento a lunga • KFO lordo	<b>Impieghi a lunga</b> • investimenti a lunga • riduzione indebitamento a lunga

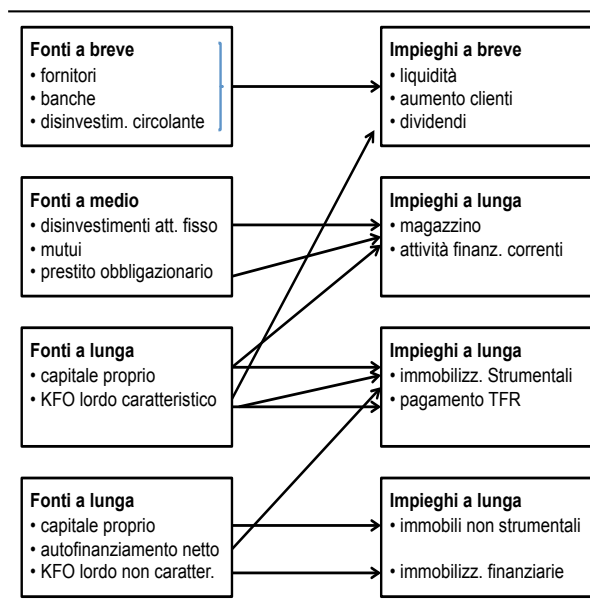
L'analisi della *copertura bilanciata* valuta la *correlazione* esistente, in linea di principio, tra le *fonti* e gli *impieghi* a breve e a lunga sulla base delle seguenti

regole di buona gestione finanziaria, del tutto analoghe a quelle poste per giudicare la struttura finanziaria:

1. le fonti a breve devono finanziare impieghi a breve;
2. le fonti a lunga devono finanziare gli impieghi a lunga e quanto più possibile degli impieghi a breve;
3. gli impieghi in immobilizzazioni produttive non possono essere coperti da finanziamenti onerosi il cui ROD superi il ROI ottenibile con l'uso delle attività;
4. gli impieghi in immobilizzazioni non ammortizzabili devono, per quanto possibile, essere coperti da patrimonio netto;
5. gli impieghi in beni immobilizzati non strumentali devono essere finanziati, possibilmente, da patrimonio netto e, in particolare, da autofinanziamento netto;
6. gli impieghi per l'espansione e il rinnovo dei macchinari devono essere finanziati, possibilmente, dal KFO caratteristico;
7. il pagamento dei dividendi non dovrebbe avvenire con finanziamenti – né a lungo né, tantomeno, a breve – ma con free cash flow o con realizzo di attività accessorie.

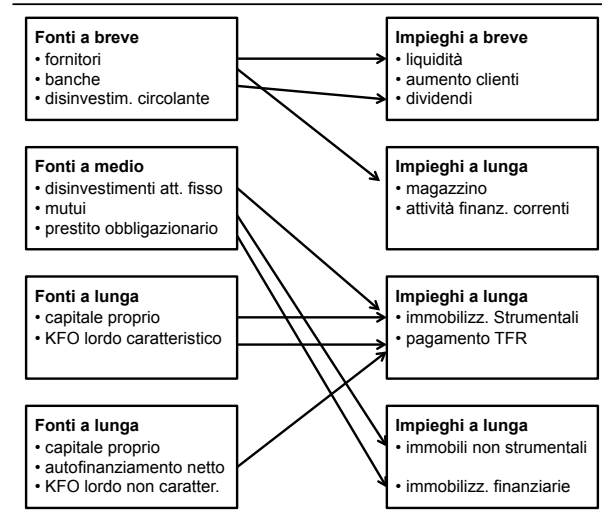
Sulla base delle regole precedenti è immediato dedurre che una *politica finanziaria bilanciata* è quella che vede nel tempo la dinamica di [figura 7](#).

**Figura 7 – Politica finanziaria bilanciata**



Una politica finanziaria *normalmente sbilanciata* è quella che emerge dal rendiconto finanziario di [figura 8](#).

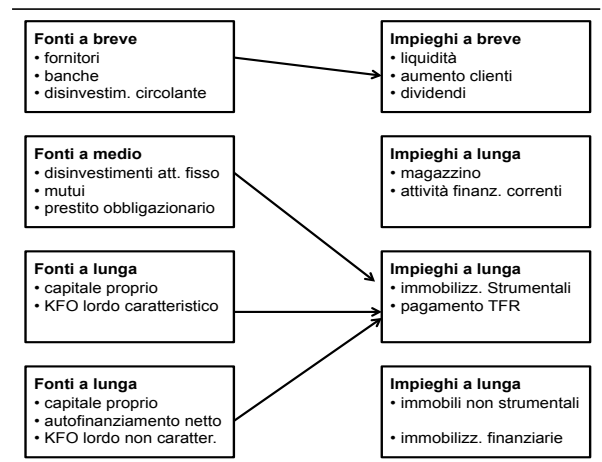
**Figura 8 - Politica finanziaria con lieve sbilancio**



Una politica finanziaria *fortemente sbilanciata* emerge dal rendiconto finanziario di [figura 9](#).

Il rendiconto finanziario di tabella 13 fa emergere una politica di bilanciamento non negativamente apprezzabile.

**Figura 9 – Politica finanziaria con grave sbilancio**



Al giudizio sul *bilanciamento* si accompagna quello sulla politica per il *finanziamento della crescita* del capitale investito.

L'espansione del capitale investito dovrebbe essere finanziata, *nell'ordine*, secondo le disponibilità:

1. da autofinanziamento netto sorto per ritenzione di utili;

2. da “effetto espansione degli ammortamenti”, cioè dalla parte di KFO lordo corrispondente agli ammortamenti;

3. da aumenti di capitale proprio;

4. da finanziamenti passivi a lungo termine con durata non inferiore al periodo di ammortamento dei beni acquistati (effetto copertura degli ammortamenti);

5. da smobilizzo di attività a lungo termine non strumentali;

6. da capitale circolante.

In particolare, occorre tenere presente che l’ammortamento non è solo un processo contabile di riparto dei costi pluriennali tra diversi esercizi, né solo un processo economico di correlazione dei costi pluriennali ai ricavi dei diversi anni di utilizzo delle immobilizzazioni ma è anche un processo che produce effetti finanziari. Tre sono i più rilevanti:

1) Effetto copertura: produce il cash flow operativo per dare copertura dei finanziamenti ottenuti per l’acquisto dell’immobilizzazione.

2) Effetto rinnovo: produce il cash flow necessario per rinnovare le immobilizzazioni non più utilizzabili.

3) Effetto espansione: produce il cash flow impiegabile per espandere le immobilizzazioni (Per la trattazione analitica si rinvia a Mella, *Gli effetti finanziari dell’ammortamento*, alla pagina:

<http://ea2000.unipv.it/mella/paper2%20pdf/41.pdf>)

## 9 – Conclusioni e future sviluppi. La dinamica dei cash flow d’esercizio nei processi di sviluppo aziendale

Risulta infine utile non trascurare l’importanza delle indicazioni offerte dal cash flow d’esercizio. Mentre il cash flow operativo lordo caratteristico è indipendente dalle politiche di stoccaggio e di credito commerciale, il cash flow d’esercizio dipende da tali politiche e pertanto non è banale chiarire quale sia la dinamica del cash flow d’esercizio nei processi di espansione aziendale o di riduzione del volume delle vendite o, più in generale, del valore della produzione (VDP).

E’ altrettanto semplice dimostrare che – quando l’impresa mantiene costante nel tempo la *durata media* del magazzino, dei crediti e dei debiti commerciali – a una espansione del VDP (valore della produzione) si correla *necessariamente* un’espansione in valore assoluto del magazzino, dei crediti verso clienti e dei debiti verso fornitori; in altri termini, il CCN si incrementa, in termini assoluti, adeguandosi all’incremento del VDP.

Ma da ciò consegue immediatamente che *la crescita del valore della produzione, con espansione del capitale circolante netto si accompagna, in linea di principio, a una riduzione del cash flow d’esercizio. Viceversa, una riduzione del VDP origina, in linea di principio, un incremento del cash flow d’esercizio.*

Impiegando le metodologie proprie dell’analisi dei flussi dei fondi è possibile inoltre determinare i fabbisogni monetari e fabbisogni finanziari d’impresa o, quanto meno, facilitarne il calcolo. In effetti, il *budget di cassa* o di tesoreria può, entro dati limiti, essere considerato un *cash flow statement previsionale*, costruito mediante ipotesi sullo svolgimento futuro della gestione e desumibile dai dati degli altri budget funzionali. I metodi e i risultati della tecnica dei flussi dei fondi possono essere perciò impiegati nella programmazione finanziaria di breve periodo.

Essi, inoltre, possono essere strumenti validi di *controllo finanziario* della gestione di lungo periodo, in quanto consentono:

1. di predeterminare i fabbisogni di capitale in relazione a date ipotizzate strategie di sviluppo;

2. di predeterminare il livello di autofinanziamento ottenibile o necessario;

3. di predeterminare le altre politiche di finanziamento;

4. di elaborare le politiche di distribuzione dei dividendi, e quindi di remunerazione del capitale proprio e di autofinanziamento.

L’analisi dei flussi di cassa, oltre che per periodi annuali, può essere attuata su situazioni contabili di più breve periodo: semestrali, trimestrali, mensili e così via. In tali casi essa può essere, ancor più, strumento efficace di controllo finanziario di breve periodo, specialmente quando la struttura organizzativa è frazionata secondo centri finanziari ai quali sia possibile riferire flussi finanziari.

## References

- Airoldi G., Brunetti G., Coda V. (1994), *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- Allegrini M., Giorgetti F., Greco G., (2014), *Il rendiconto finanziario: Logiche di costruzione e di interpretazione*, Giappichelli, Torino.
- Anjum, S. (2010). An overview of financial ratios from 1900's till present days. International, *Journal of Research in Commerce & Management*, 1(8) [126-130].
- Azzini L. (1975), *Considerazioni sul reddito d’impresa e conservazione del capitale*, Vallardi, Milano.
- Balduzzi D. (2007), *Il bilancio d’esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*, III ed. FAG, Milano.



- Bartoli F. (2015) *Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità. Guida all'analisi e alla pianificazione finanziaria delle PMI attraverso i flussi di liquidità*, Franco Angeli.
- Bliss J. H. (1923), *Financial and Operating Ratios in Management*. New York: The Ronald Press Company.
- Chen, K. H., & Shimerda, T. A. (1981). An empirical analysis of useful financial ratios. *Financial Management*, 10(1), 51-60, <http://dx.doi.org/10.2307/3665113>
- Coda V. (1971), *Sull'analisi della dinamica finanziaria dell'impresa*, in *Il Risparmio*.
- Cole W. M. (1908), *Accounts, their construction and interpretation, for businessmen and students of affairs*, Houghton Mifflin company.
- Farlex (2012), *Financial Dictionary*, Farlex, Inc
- Ferrero G. (1968), *Il calcolo economico del reddito d'esercizio e del capitale di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Finney H. A. (1923; recente, 1951). *Principles of accounting*, New York, Prentice-Hall.Finney.
- Finney H. A. (1936). *Introduction to principles of accounting*, New York, Prentice-Hall.
- Gilman, S. (1925). *Analysing Financial Statements*. New York: The Ronald Press Company.
- Greene T. L. (1987), *Corporate Finance*, New York: G. P. Putnam's Sons.
- Horrigan, J. O. (1968). A short history of financial ratio analysis. *The Accounting Review*, 43(2), 284-294.
- Lionzo A. (2013), *Gli studi di financial accounting di matrice nordamericana. Fondamenti epistemologici e percorsi scientifici*, Franco Angeli
- Masini C. (1970), *Lavoro e risparmio*, UTET, Torino.
- Mella P. (1977). *Analisi delle fonti e degli impieghi dei mezzi monetari di impresa*, ISEDI, Milano.
- Mella P. (1987). Rendiconto finanziario. Logica, origini e diffusioni in Italia, *Contabilità & Bilancio*, n. 32/87, Isedi Petrini, Torino [71-75].
- Mella P. (1993), *Contabilità e bilancio*. UTET. Torino.
- Mella P. (1998), *Indici di bilancio*, Ilsole24ore, Milano.
- Mella P., Navaroni N. (2012), *L'analisi di bilancio. Indici e flussi. Apprezamenti e simulazioni*. Maggioli.
- Onida P (1951), *Il bilancio d'esercizio dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, V. L., Wright, S., Bradbury, M., & Lee, P. (2010). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements (4ed.)*. Mason: South-Western.
- Pavan A. (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*. Giuffrè, Milano, II ed. pag. 175.
- Regolamento n. 1725/2003, modificato con i Regolamenti n. 2238/2004, 1274/2008, 70/2009, 494/2009, 243/2010 e quindi alle disposizioni al 31 dicembre 2010
- Superti Furga F. (1991), *Reddito e capitale nel bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano.
- Scott D. L. (2003), *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, Houghton Mifflin Company.
- Zappa G. (1950), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.