



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

IL RUOLO DEL RENDICONTO FINANZIARIO
NELLA PREVISIONE DELLA CRISI D'IMPRESA

THE ROLE OF CASH FLOW STATEMENT
IN PREDICTING BUSINESS CRISIS

Relatore: Chiar.mo
Prof. Simone Poli

Tesi di Laurea di:
Veronica Petrucci

Anno Accademico 2023–2024

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO 1: CRISI DI IMPRESA.....	5
1.1 DEFINIZIONE	5
1.2 STADI DELLA CRISI	9
1.2.1 Modello di Guatri.....	10
1.2.2 Modello di Bastia.....	13
1.3 CAUSE DELLA CRISI	17
1.3.1 Classificazione secondo l'origine dei fattori determinanti	18
1.3.2 Classificazione secondo il grado di controllabilità	18
1.3.3 Classificazione secondo la manifestazione temporale.....	19
1.3.4 Classificazione di Guatri.....	20
1.3.5 Classificazione di Bastia.....	30
1.4 STRUMENTI PER PREVENIRE E PREVEDERE LA CRISI	37
1.4.1 Analisi di bilancio	37
1.4.2 Controllo di gestione.....	60
1.4.3 Modelli di previsione della crisi aziendale	74
CAPITOLO 2: RENDICONTO FINANZIARIO.....	87
2.1 CRISI DI IMPRESA E RENDICONTO FINANZIARIO	87
2.2 CARATTERISTICHE	88
2.3 RISORSA FINANZIARIA DI RIFERIMENTO.....	91
2.3.1 Liquidità.....	92
2.3.2 Posizione finanziaria netta	92
2.3.3 Capitale circolante netto	93
2.3.4 OIC 10: le disponibilità liquide	95
2.4 CATEGORIE DI FLUSSI FINANZIARI E MODALITÀ DI PRESENTAZIONE	96
2.4.1 Attività operativa	98
2.4.2 Attività di investimento	110
2.4.3 Attività di finanziamento	113

2.4.4	Formazione e dettaglio delle disponibilità liquide.....	116
2.5	INTERPRETAZIONE	117
2.5.1	Analisi dei segni dei flussi finanziari delle tre attività.....	118
2.5.2	Riclassificazione del rendiconto finanziario per aree gestionali	125
2.5.3	Interpretazione dei <i>cash flow</i> risultanti dalla riclassificazione	134
2.5.4	Rendiconto finanziario per aree gestionali percentualizzato	141
2.6	INDICI	144
2.6.1	Indice di liquidità del reddito operativo.....	144
2.6.2	Indice di autofinanziamento.....	145
2.6.3	Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	146
2.6.4	Indice di monetizzazione delle vendite.....	147
2.6.5	Indice di autocopertura degli investimenti netti operativi	148
2.6.6	Indice di copertura dei finanziamenti	149
2.6.7	Indice di copertura dei dividendi	150
2.6.8	Indici di sostenibilità del debito.....	150
CAPITOLO 3: METODOLOGIA DELLA RICERCA.....		157
3.1	PREMESSA.....	157
3.2	SELEZIONE DEL CAMPIONE	157
3.3	MODALITÀ DI ANALISI.....	160
3.4	PANDEMIA DA COVID-19 E NORMATIVA EMERGENZIALE.....	165
3.4.1	Deroga al principio della continuità aziendale	166
3.4.2	Sospensione degli ammortamenti	167
3.4.3	Rivalutazione dei beni d'impresa	168
3.4.4	Sospensione degli obblighi previsti dal Codice civile in tema di perdite del capitale sociale	168
3.4.5	Sospensione delle rate dei finanziamenti e dei canoni <i>leasing</i>	169
3.4.6	Previsione di contributi a fondo perduto e crediti d'imposta.....	170
CAPITOLO 4: RISULTATI DELLA RICERCA		173
4.1	ANALISI DELLE IMPRESE.....	173
4.1.1	Società 1.....	173

4.1.2 Società 2.....	187
4.1.3 Società 3.....	202
4.1.4 Società 4.....	216
4.1.5 Società 5.....	231
4.2 ANALISI COMPARATIVA	246
CONCLUSIONE.....	273
BIBLIOGRAFIA	279

INTRODUZIONE

Il rendiconto finanziario è uno dei documenti che compongono il bilancio di esercizio. La sua predisposizione è obbligatoria, dal 1° gennaio 2016¹, per le imprese che redigono il bilancio in forma ordinaria, ai sensi dell'articolo 2423 del Codice civile. Il contenuto del rendiconto finanziario è disciplinato dall'articolo 2425-ter del Codice civile: il rendiconto finanziario deve contenere l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio, e i flussi finanziari che derivano dall'attività operativa, di investimento e di finanziamento per l'esercizio a cui è riferito il bilancio e per quello precedente. Inoltre, il principio contabile nazionale OIC 10 contiene le informazioni operative per una corretta redazione del documento.

L'importanza del rendiconto finanziario deriva dal fatto che il documento permette di analizzare la dinamica finanziaria dell'impresa, cioè la capacità di generare dei flussi finanziari necessari allo svolgimento dell'attività di impresa (copertura e programmazione degli investimenti, rimborso dei finanziamenti, pagamento degli interessi, pagamento dei dividendi e pagamento delle imposte). In particolare, l'informazione relativa alla variazione delle disponibilità liquide tra due esercizi consecutivi contenuta nello stato patrimoniale si arricchisce nel rendiconto finanziario con l'indicazione delle cause di quella variazione, attraverso

¹ A seguito della modifica introdotta dal D.lgs. 139/2015.

l'indicazione dei flussi monetari in entrata e in uscita registrati dall'azienda nel corso dell'esercizio. Inoltre, i flussi sono organizzati secondo l'area gestionale di riferimento, ossia l'area operativa, di investimento e di finanziamento, in modo da indagare il contributo di ciascuna di esse all'incremento o alla diminuzione di tali flussi.

La crisi d'impresa è un fenomeno che può presentarsi durante la vita di un'azienda per vari motivi e rappresenta un pericolo per la sopravvivenza e lo sviluppo della società poiché, se non viene colta tempestivamente e adeguatamente gestita, è in grado di compromettere il presupposto della continuità, facendo venir meno le tre condizioni di equilibrio aziendale (economico, finanziario e patrimoniale), causando l'insolvenza dell'impresa.

Per le imprese la crisi si manifesta come “inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”², mentre l'insolvenza si ha quando l'impresa non ha a disposizione la liquidità per onorare le obbligazioni assunte alle scadenze previste.

Dal momento che l'insolvenza è essenzialmente un problema di liquidità e il rendiconto finanziario è il documento del bilancio che evidenzia la liquidità generata nel corso dell'esercizio, attraverso l'analisi e l'interpretazione dello stesso dovrebbe essere possibile accertare la crisi.

² D.lgs. 14/2019, articolo 2, lettera a).

Per questo motivo, l'obiettivo della tesi è quello di esplorare se il rendiconto finanziario sia un documento in grado di accertare e prevedere lo stato di crisi d'impresa. Il lavoro si articola in quattro capitoli.

Il primo capitolo affronta il tema della crisi di impresa. Dopo aver definito che cosa si intende per crisi, il capitolo tratta degli stadi della crisi analizzando in particolare i modelli elaborati da due Autori, Guatri e Bastia, che mettono in evidenza come la crisi all'interno delle imprese, sia un percorso che si sviluppa per stadi. Il paragrafo successivo è dedicato alle cause della crisi che possono essere classificate secondo l'origine dei fattori determinanti, il grado di controllabilità, la manifestazione temporale e continua con la classificazione delle cause di crisi secondo i due sopraindicati Autori. Il capitolo si conclude con un paragrafo dedicato a tre diversi strumenti che possono essere utilizzati per prevenire e prevedere la crisi d'impresa: l'analisi di bilancio, il controllo di gestione e i modelli di previsione della crisi aziendale.

Il secondo capitolo è dedicato al rendiconto finanziario. Dopo aver definito le caratteristiche dello stesso secondo l'articolo 2425-ter del Codice civile e individuato la risorsa finanziaria di riferimento da utilizzare per la sua redazione in base alla normativa vigente, il capitolo analizza la composizione delle varie categorie di flussi finanziari e le rispettive modalità di presentazione previste dal principio contabile nazionale dedicato al rendiconto finanziario, l'OIC 10. Successivamente, il capitolo tratta dell'interpretazione del documento attraverso

l'analisi dei segni assunti dai flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento e la riclassificazione dello stesso per aree gestionali. L'ultimo paragrafo è dedicato alla costruzione di alcuni indici ricavati a partire dalle grandezze contenute nel rendiconto finanziario.

Il terzo capitolo espone la metodologia di ricerca adottata per formare il campione di società. In particolare, le cinque società oggetto di studio sono state selezionate casualmente dalla banca dati AIDA a partire da un campione di società di capitali, che redigono il bilancio secondo la normativa civilistica e i principi contabili nazionali, interessate da una procedura di fallimento e per le quali è disponibile il rendiconto finanziario nei tre esercizi che precedono il fallimento. Inoltre, il capitolo illustra le modalità di analisi precisando che la prospettiva adottata è quella dell'analista esterno. Infine, poiché gli anni oggetto di studio sono stati interessati dalla pandemia da Covid-19, vengono sinteticamente esposte le principali misure adottate dal Governo italiano a sostegno delle imprese, che in alcuni casi si riscontrano nei bilanci delle società analizzate.

Il quarto capitolo è dedicato all'esposizione dei risultati della ricerca. Inizialmente viene presentata l'analisi delle singole imprese partendo dall'esame del rendiconto finanziario e concludendo con una breve analisi economico-patrimoniale. Successivamente, il capitolo espone i risultati dell'analisi comparativa svolta che permettono di comprendere se il rendiconto finanziario può essere un documento in grado di prevenire ed accertare la crisi d'impresa.

CAPITOLO 1

CRISI DI IMPRESA

1.1 DEFINIZIONE

L'azienda viene definita da Zappa, fondatore dell'Economia aziendale, come "istituto economico destinato a perdurare"¹. L'azienda, come definita dal Codice civile all'articolo 2555, è "il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa". Tale esercizio si sviluppa normalmente in un arco temporale prolungato e/o fino al raggiungimento dello scopo sociale. L'impresa, quindi, va considerata come un'istituzione che dura nel tempo.

Questa definizione richiama uno dei principi di redazione del bilancio disciplinati dal Codice civile all'articolo 2423-*bis*, dove al primo comma, numero 1, si afferma che "la valutazione delle voci deve essere fatta (...) nella prospettiva della continuazione dell'attività".

Infatti, il bilancio ordinario di esercizio riguarda un'azienda che ha la prospettiva di durare, non di cessare la propria attività. La continuità, intesa come attitudine alla prosecuzione della gestione con capacità autonoma di sopravvivenza e sviluppo, rappresenta il principale carattere distintivo dell'azienda. La crisi d'impresa costituisce il fenomeno che può comportare l'interruzione della

¹ G. ZAPPA, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo I, Giuffrè, Milano, 1957, p. 37.

continuità aziendale e quindi rappresenta il più grave stato di pericolo dell'azienda stessa.

“La condizione basilare perché l'azienda proceda nello svolgimento ininterrotto della sua gestione e quindi mantenga condizioni di continuità a valere nel tempo è che riesca a perseguire in modo dinamico un tendenziale equilibrio prospettico, sul quale si basano le sue possibilità di mantenimento in vita e di ulteriore sviluppo durevole”². Sono tre le condizioni di equilibrio per l'azienda: la condizione di equilibrio economico, la condizione di equilibrio finanziario e la condizione di equilibrio patrimoniale.

La condizione di equilibrio economico è soddisfatta se, attraverso i ricavi, si realizza una congrua remunerazione dei soggetti che apportano i fattori della produzione e del soggetto che detiene il capitale di rischio. La remunerazione è congrua quando soddisfa le attese economiche dei vari soggetti e la congruità è la condizione per attirare e trattenere i vari soggetti garantendo la sopravvivenza e lo sviluppo dell'azienda. L'equilibrio economico va verificato nel medio-lungo termine: si deve far riferimento a un arco temporale che include gli anni passati, ma soprattutto gli anni futuri. Da questo deriva che, se nel breve periodo i ricavi non sono in grado di remunerare congruamente i soggetti che apportano i fattori della

² P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 63.

produzione e il capitale di rischio, non significa che l'impresa si trova in una condizione di disequilibrio economico irreversibile.

La condizione di equilibrio finanziario è soddisfatta se l'azienda si mostra solvibile a livello strutturale nel lungo periodo e nel breve periodo. Nel primo caso si parla di equilibrio finanziario in senso stretto che è “dato da un'armoniosa correlazione tra la struttura degli investimenti aziendali e la struttura dei finanziamenti”³. Si ha disequilibrio finanziario se gli investimenti non trovano adeguata copertura con fonti di finanziamento a medio-lungo termine e/o con capitale proprio. Nel secondo caso si parla di equilibrio monetario che si riscontra quando l'azienda ha la capacità di far fronte alle uscite monetarie tempestivamente ed economicamente nel breve periodo. Il disequilibrio monetario si ha non solo per l'eccedenza delle uscite sulle entrate, ma anche nel caso di entrate superiori alle uscite quando questa differenza è eccessiva e gli esuberanti non trovano adeguate forme di impiego.

La condizione di equilibrio patrimoniale si verifica quando l'azienda mantiene “un'adeguata incidenza delle fonti di finanziamento a titolo di capitale di rischio sulle fonti di finanziamento complessive”⁴, cioè è solida dal punto di vista patrimoniale e questo le permette non solo di sopravvivere, ma anche di svilupparsi

³ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 72.

⁴ S. POLI, *I modelli di previsione della crisi d'impresa. La prospettiva esterna mediante i bilanci in forma abbreviata*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 5.

e crescere. Lo squilibrio patrimoniale va giudicato in relazione all'età dell'azienda e al suo ciclo di vita e sviluppo in quanto nelle fasi iniziali è fisiologico che vi sia un indebolimento patrimoniale, che risulta invece preoccupante in fasi di maturità, poiché gli investimenti in immobilizzazioni sono ridotti (salvo interventi di sostituzione) per effetto del piano di ammortamento.

Le tre condizioni di equilibrio sono fondamentali per determinare l'equilibrio aziendale sotto il profilo quantitativo, ma nei giudizi sull'equilibrio aziendale non va trascurata la dimensione qualitativa. Infatti, “la condizione economica, finanziaria e patrimoniale, quando danno evidenza di una crisi aziendale, hanno solitamente un valore sintomatico, manifestando cause di crisi più latenti. I profili distintivi di un'azienda avviata verso la crisi appaiono invece come segnali deboli, meno evidenti, ma spesso più tempestivi e più direttamente rilevatori delle cause di crisi di un'impresa”⁵. Gli aspetti qualitativi e non misurabili, dei quali chi ha la responsabilità del governo dell'impresa dovrebbe ricercare eventuali profili negativi, sono, ad esempio, le risorse umane (assenteismo, conflittualità, ecc.), la logistica interna (accumulo di materiali, errori nella movimentazione della merce, ecc.) e la percezione esterna (reclami dei clienti, perdita della reputazione, ecc.)⁶.

⁵ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 76.

⁶ Per approfondimenti si veda P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, pp.76-77.

Il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, D.lgs. 14/2019, all'articolo 2 detta una serie di definizioni, tra cui quella di crisi e insolvenza. Nello specifico⁷:

- la crisi è “lo stato di squilibrio economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”;
- l'insolvenza è “lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”.

Crisi e insolvenza fanno parte di un percorso di declino dell'azienda, dove la crisi rappresenta una fase che precede l'insolvenza. Quello che è importante sottolineare è che non esiste un nesso deterministico tra crisi e insolvenza e l'impresa potrebbe evitare l'insolvenza se la crisi viene colta anticipatamente e gestita in modo adeguato attraverso opportuni strumenti.

1.2 STADI DELLA CRISI

Analizziamo ora due modelli che illustrano gli stadi della crisi di impresa: il modello di Guatri del 1995 e il modello di Bastia del 2019⁸.

⁷ Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, articolo 2, lettera a) e b).

⁸ La tematica della crisi di impresa è stata affrontata da numerosi Autori. Per approfondimenti si vedano, ad esempio, C. VERGARA, *Disfunzioni e crisi d'impresa: introduzione ai processi di diagnosi, risanamento e prevenzione*, Giuffrè, Milano, 1988, R. MOLITERNI, *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa: diagnosi dei processi degenerativi e misure di prevenzione*, CEDAM, Padova, 1999, M. ZITO, *Fisiologia e patologia delle crisi di impresa*, Giuffrè, Milano, 1999, P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità: l'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*,

1.2.1 Modello di Guatri

Secondo Guatri⁹ il processo di deterioramento dell'impresa inizia con una fase di declino, seguita dalla fase di crisi. Questo modello si basa sulla Teoria di creazione del valore secondo cui l'obiettivo che l'impresa deve perseguire è quello di accrescere il valore (economico o di mercato) del capitale in un certo periodo.

L'impresa crea nuovo valore quando la variazione del capitale economico è positiva ($\Delta W > 0$). La formula da utilizzare per il calcolo del capitale economico è la seguente¹⁰:

$$W = \frac{R}{i}$$

in cui:

- R = reddito annuo “normale” atteso
- i = tasso di capitalizzazione.

Il declino è quindi inteso come “una performance negativa in termini di ΔW , cioè alla “distruzione” di valore; e misurato nella sua intensità dalla entità di tale distruzione in un definito arco temporale (annuale, ma anche pluriennale)”¹¹.

Giappichelli, Torino, 2003, G. CESTARI, *La diagnosi precoce della crisi aziendale: analisi del processo patologico e modelli predittivi*, Giuffrè, Milano, 2009, T. PENCARELLI, *Le crisi d'impresa: diagnosi, previsione e procedure di risanamento*, FrancoAngeli, Milano, 2013, E. GIACOSA, *Il fenomeno della crisi aziendale: un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2016.

⁹ L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.

¹⁰ Si assume il metodo reddituale puro. La misurazione di ΔW è da compiere, secondo le impostazioni anglosassoni, coi metodi finanziari (attualizzazione dei flussi di reddito per 5-10 anni e del “valore finale” dell'impresa).

¹¹ L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p.107.

Inoltre, Guatri espone una serie di osservazioni sul concetto di declino¹²:

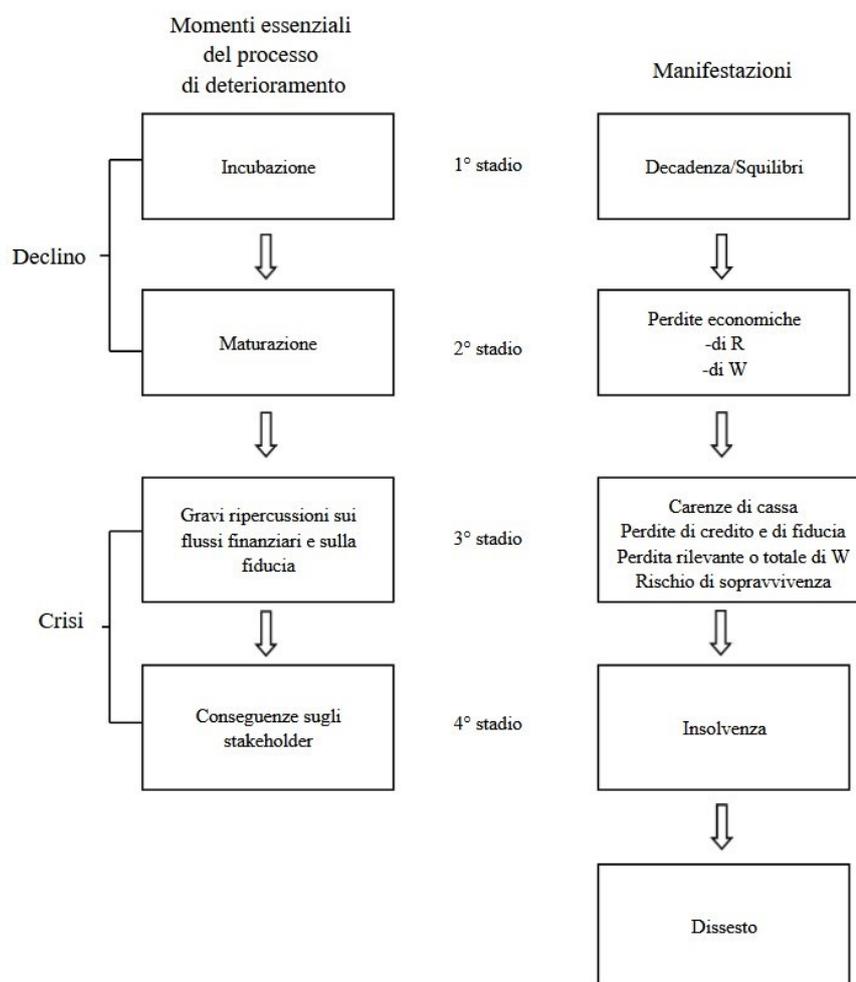
1. il declino è identificabile non solo in relazione a perdite economiche, ma più in generale, è identificabile in relazione al sensibile decrescimento dei flussi reddituali;
2. per definire compiutamente il concetto di declino occorre che la perdita di flussi reddituali che essa sottintende sia sistematica e irreversibile senza interventi risanatori o di ristrutturazione;
3. la misura dei flussi reddituali non è solo legata al passato, ma anche e soprattutto alle attese. È la perdita di capacità reddituale, e non solo la diminuzione degli utili sul piano storico, a causare il declino; sempre che il fenomeno superi una certa soglia d'intensità;
4. non sono solo i flussi, ma anche i rischi, che possono causare perdite di valore e quindi il declino dell'impresa. Sono proprio queste le forme più pericolose, in quanto latenti e per nulla espresse dalle misure contabili dei risultati. A parità di reddito atteso, infatti, l'aggravamento dei rischi significa maggiori probabilità che i risultati attesi non si realizzino, cioè una loro maggiore volatilità.

Un ulteriore sviluppo del declino porta alla crisi, che si sostanzia in gravi ripercussioni sul piano dei flussi finanziari e sulla fiducia, a seguito delle perdite

¹² L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p.107.

economiche. Questo può avvenire con gradualità o con manifestazione improvvisa. Più spesso i fenomeni si sviluppano gradualmente per un periodo iniziale, per poi accelerare bruscamente e precipitare.

Figura -1.1 - I quattro stadi del percorso di crisi.



Fonte: GUATRI L., Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore, Egea, Milano, 1995.

Come si vede dalla figura 1.1, il percorso della crisi si manifesta in quattro stadi: incubazione, maturazione, gravi ripercussioni sui flussi finanziari e sulla

fiducia e conseguenze sugli *stakeholder*. I primi due stadi si riferiscono al declino dell'impresa, i seguenti alla fase di crisi.

Inoltre, la figura mette in evidenza quali sono le manifestazioni con le quali il processo di deterioramento si manifesta. Ciò che è importante sottolineare è che, a partire dal secondo stadio, si ha una visibilità in bilancio delle manifestazioni: essendo il bilancio il principale strumento di comunicazione ed informazione verso l'esterno, i sintomi di difficoltà verranno colti da soggetti esterni. Quando questo accade viene meno il clima di fiducia verso l'azienda e si diffondono dubbi circa la capacità dell'azienda di continuare ad operare. Questo spinge i soggetti esterni ad intraprendere delle iniziative per tutelare i propri interessi che andranno a rinforzare e ad accelerare la crisi stessa.

1.2.2 Modello di Bastia

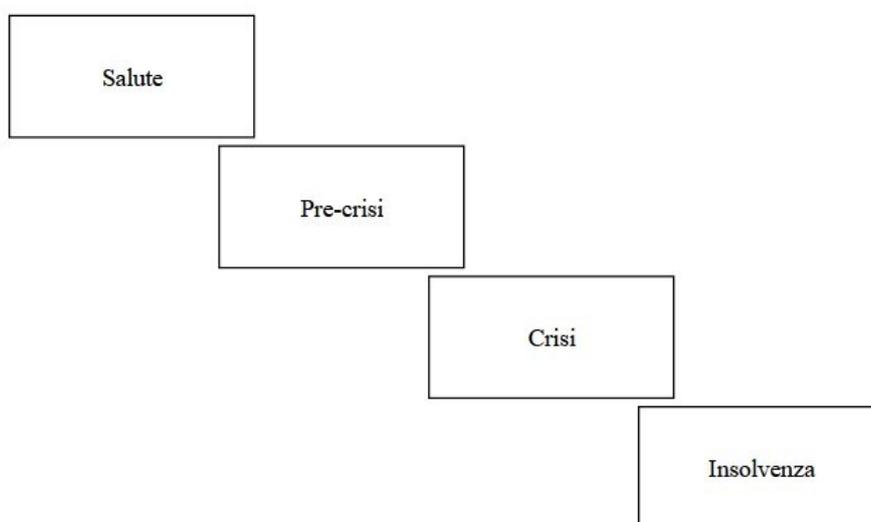
Il modello di Bastia individua gli stadi della crisi: da una situazione di salute l'impresa passa a una fase di pre-crisi, seguita dalla fase di crisi e infine di insolvenza.

Lo stato di pre-crisi “esprime livelli di disfunzione, di inefficienze, di riduzione delle capacità competitive e organizzative, di manifestazione di nuovi rischi, ancora deboli, che possono compromettere l'economicità aziendale se non adeguatamente e tempestivamente affrontati. Si tratta di fattori superabili – se in quanto accertati

precocemente e gestiti tempestivamente – mediante soluzioni relativamente ordinarie”¹³.

La crisi “è tale quando la situazione di disequilibrio dell’impresa risulta di natura straordinaria, tale in quanto non risolvibile attraverso interventi di mitigazione e rimedi ordinari, presentandosi come evidente discontinuità a carattere strutturale e non temporaneo, che richiede soluzioni nuove, diverse, invasive, permanenti, morfogenetiche rispetto al precedente assetto del sistema aziendale”¹⁴.

Figura 1.2 - Gli stadi della crisi.



Fonte: adattamento di BASTIA P., Crisi aziendali e piani di risanamento, Giappichelli, Torino, 2019.

L’indebolimento dell’impresa è un percorso tipicamente sequenziale dove quello che differenzia la fase di pre-crisi da quella di crisi sono le modalità di

¹³ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 114.

¹⁴ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 113.

intervento. Nel primo caso, infatti, l'impresa assume un approccio adattivo, in continuità con il passato, mentre la fase di crisi impone un cambiamento strutturale forte e definitivo che porta l'azienda a rinnovarsi, con interventi anche esterni.

La crisi, intesa come alterazione degli equilibri aziendali, va analizzata sotto diverse prospettive, ad esempio dal punto di vista temporale, della ricorrenza e frequenza della crisi, della intensità, della visibilità, della conoscibilità, della localizzazione, della complessità e varietà, della natura, dei livelli della crisi e sul piano delle dimensioni quantitative e qualitative¹⁵.

L'insolvenza può essere intesa come “la manifestazione ultima di un grave stato di crisi, che è arrivato ad estendersi anche al disequilibrio finanziario (distorta correlazione tra fonti ed impieghi di risorse finanziarie) ed ancor più di tipo monetario (eccedenza delle uscite rispetto alle entrate monetarie), fino alla situazione di irregolarità e di impossibilità di pagamenti di impegni scaduti”¹⁶. In questo caso l'insolvenza rappresenta l'ultimo stadio del percorso di indebolimento dell'impresa. Occorre sottolineare come, anche in assenza di un pregresso stato di crisi, una mancanza o carenza di pianificazione finanziaria è una possibile causa di insolvenza. Inoltre, può accadere che l'insolvenza abbia origine esterna e in questo caso rappresenta una particolare forma di crisi di impresa in quanto discende da

¹⁵ Per approfondimenti si veda P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 91-105.

¹⁶ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 115.

imprevedibili fenomeni di illiquidità dovuti alla insolvenza e alla morosità di altri soggetti rilevanti, come clienti/committenti importanti o enti pubblici in eccezionale ritardo nei pagamenti.

La dottrina generalmente considera l'insolvenza come irreversibile, essendo che vengono meno le condizioni di continuità aziendale o comunque la continuazione dell'attività andrebbe a creare un pregiudizio per gli interessi dei creditori. Però, nei casi in cui l'insolvenza ha origine esterna, cioè, è indotta da fenomeni imprevedibili e incontrollabili che hanno carattere di temporaneità, e nasce in presenza di un equilibrio economico di fondo e di potenziali di competitività e di coerenza strategica del modello di *business*, si parla di insolvenza reversibile. Infatti, “in questi casi può essere ragionevolmente colta una possibilità di reversibilità della situazione di dissesto aziendale in presenza di uno stato di insolvenza, se gli effetti esterni di liquidità non hanno intaccato in maniera irrimediabile gli assetti produttivi e organizzativi dell'impresa e soprattutto se la crisi di liquidità riveste con buona evidenza carattere di temporaneità e di superamento (...)”¹⁷.

¹⁷ P. BASTIA, *Gestione della crisi e piani di risanamento aziendali*, Giuffrè, Milano, 2022, p. 40.

1.3 CAUSE DELLA CRISI

Comprendere le cause della crisi di impresa in modo corretto e tempestivo è un aspetto fondamentale per poter predisporre e attuare degli interventi che vadano a contrastare ed eliminare le stesse cause della crisi.

Una prima questione da affrontare è la differenza tra cause e sintomi. Infatti, la crisi, come visto in precedenza, viene definita dal Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza come “lo stato di squilibrio economico-finanziario (...)”, ma questo non è altro che un effetto della crisi e non la causa che invece va ricercata in qualche disfunzione che, se non viene riconosciuta o adeguatamente contrastata, produce un impatto negativo sull'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa. Possiamo quindi dire che le cause producono delle disfunzioni e i sintomi rilevano la presenza, intensità e gravità di queste disfunzioni. In base ai sintomi si distinguono le crisi aziendali in crisi economiche, crisi finanziarie e crisi patrimoniali. Il problema di questa classificazione è la scarsa rilevanza in ordine alle diagnosi e all'impostazione delle soluzioni terapeutiche.

Appare necessario distinguere le crisi d'impresa a seconda delle cause che le determinano. Le principali proposte di classificazione delle cause di crisi che emergono in letteratura sono tre: classificazione delle cause secondo l'origine dei fattori determinanti, classificazione delle cause secondo il grado di controllabilità e classificazione delle cause secondo la manifestazione temporale delle stesse.

1.3.1 Classificazione secondo l'origine dei fattori determinanti

Classificare le cause secondo l'origine dei fattori determinanti significa distinguere tra cause esterne ed interne. Le cause esterne sono riconducibili a variabili ambientali: economiche generali, settoriali, tecnologiche, competitive, legislative, culturali, ecologiche. Le cause interne sono riconducibili a variabili interne all'impresa come, ad esempio, errori decisionali del vertice aziendale, inefficienze nell'utilizzo delle risorse umane, tecnologiche e finanziarie, perdita di innovazione.

1.3.2 Classificazione secondo il grado di controllabilità

La classificazione delle cause secondo il grado di controllabilità distingue tra cause soggettive ed oggettive. Le cause soggettive sono riconducibili a fattori controllabili da parte di soggetti aziendali. Secondo Bastia “le cause soggettive sono quelle attribuibili alla precisa responsabilità dei proprietari o di determinati dirigenti, per scelte di loro competenza rivelatesi sbagliate, ovvero per trascuratezza, per incompetenza a ricoprire certi ruoli, o per cattivo uso delle risorse a disposizione, tra cui anche gli strumenti di previsione e controllo di gestione”¹⁸. Le cause soggettive di crisi possono essere intese come delle disfunzioni che sono originate intenzionalmente come, ad esempio, errori ed inadempienze per comportamenti opportunistici o per inadeguatezza delle capacità personali rispetto

¹⁸ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 200.

al ruolo, ma possono derivare anche dalla razionalità limitata che caratterizza l'uomo e in questo caso gli errori e le scelte sbagliate sono non intenzionali.

Le cause oggettive sono riconducibili a fattori non controllabili da parte dei soggetti aziendali come, ad esempio, calamità naturali, provvedimenti legislativi sfavorevoli, aumenti dei tassi di interesse, diminuzioni della domanda, ecc.

1.3.3 Classificazione secondo la manifestazione temporale

La classificazione delle cause secondo la manifestazione temporale delle stesse distingue tra cause primarie e secondarie. Le cause primarie sono quelle che danno inizio alla crisi di impresa e possono essere ricondotte sia a fattori esterni che interni all'impresa. Le cause secondarie si manifestano successivamente alle cause primarie andandole ad aggravare e ad accentuare.

Andiamo ora ad analizzare due diverse proposte di classificazione delle cause di crisi: la classificazione di Guatri del 1995 e la classificazione di Bastia del 2019. Occorre precisare come gli schemi di classificazione hanno un valore relativo rispetto alle finalità di indagine. La proposta di Guatri permette di verificare lo stato di disequilibrio dell'azienda, ma non risulta adatta all'individuazione delle strategie di superamento della crisi come la classificazione di Bastia.

1.3.4 Classificazione di Guatri

Secondo Guatri¹⁹, le cause della crisi possono essere individuate ricorrendo a due approcci: approccio soggettivo e approccio obiettivo.

L'approccio soggettivo pone gli uomini, cioè le varie categorie di *stakeholder*, all'origine dello stato di difficoltà dell'impresa. In particolare ad imprenditori e *manager* si dovrebbero attribuire le cause di declino per una serie di ragioni: una gestione monocratica che non ammette né critiche né confronti, un *management* composto da persone che non sono all'altezza dei compiti che gli vengono affidati, un cambiamento del *management* che genera conflitti tra le diverse funzioni aziendali, un eccesso di burocrazia, un gruppo di *top manager* che manca di competenze qualificate e la scarsa o nulla capacità dei consigli di amministrazione di controllare efficacemente e di incidere sull'attività del *management*.

Il successo o il declino dell'impresa non dipende solamente dall'imprenditore o dal *management*; infatti, anche i lavoratori impegnati nell'impresa hanno le loro responsabilità per il corretto funzionamento della stessa e pure una serie di *stakeholder* esterni, come sindacati, creditori e fornitori, giocano il loro ruolo nel declino dell'impresa.

Attribuire agli uomini di impresa ogni responsabilità per il declino della stessa non appare corretto in quanto anche dei fenomeni esterni, a livello di settore e di

¹⁹ L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 113.

Paese, possono determinare la crisi dell'impresa. Per questo motivo Guatri ritiene preferibile adottare un approccio obiettivo per analizzare le cause del declino e della crisi e individua cinque tipologie di cause di crisi:

1. crisi da inefficienza;
2. crisi da sovracapacità/rigidità;
3. crisi da decadimento dei prodotti e da carenze ed errori di *marketing*;
4. crisi da incapacità a programmare, da errori di strategia e da carenza di innovazione;
5. crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale.

La crisi da inefficienza si ha quando “una o più funzioni od aree aziendali operano con rendimenti e quindi con costi non «in linea» con quelli dei concorrenti”²⁰. Quello che rileva è che l'inefficienza va valutata in relazione ai concorrenti dell'impresa e non in senso assoluto. Inoltre, l'inefficienza può manifestarsi in varie funzioni aziendali, come quella produttiva, commerciale, amministrativa, organizzativa e finanziaria.

Nella funzione produttiva il grado di efficienza si rileva attraverso il “costo industriale”²¹. Quando questo è superiore alla media del settore o alle migliori

²⁰ L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 118.

²¹ Il costo industriale riguarda tutte le operazioni necessarie per la trasformazione fisico-tecnica delle materie prime in prodotti finiti con l'esclusione degli oneri amministrativi, commerciali, finanziari e tributari.

imprese concorrenti significa che l'impresa opera in condizioni di inefficienza e se non si interviene tempestivamente inizierà un processo di declino.

Nella funzione commerciale l'inefficienza deriva da uno squilibrio tra i costi di *marketing* e i risultati che essi generano. Anche in questo caso l'inefficienza va valutata in relazione ai concorrenti, ma il giudizio di efficienza non è traducibile in misurazione e per questo risulta più difficile accorgersi di situazioni problematiche per l'impresa.

Nell'area amministrativa l'inefficienza può riguardare, ad esempio, degli eccessi di burocratizzazione, delle gravi carenze del sistema informativo, un'operatività insoddisfacente in uno o più settori dell'attività amministrativa.

Nell'area organizzativa dei segnali di inefficienza sono delle carenze, ad esempio, nei mezzi di programmazione e controllo, nella pianificazione a medio/lungo termine, nella definizione dei compiti e delle responsabilità, nel collegamento tra risultati e compensi.

Nell'area finanziaria le condizioni di inefficienza si manifestano con un costo più elevato dei mezzi propri e del credito disponibile, rispetto alla concorrenza. Questa condizione può essere causata, ad esempio, da una debolezza strutturale dell'azienda che determina una inferiorità in sede di contrattazione con il sistema bancario.

La crisi da sovracapacità/rigidità si ha quando l'impresa ha un eccesso di capacità produttiva che determina una rigidità intesa come impossibilità di adattare

i costi fissi di produzione nel breve termine. All'origine del problema possono esserci diverse situazioni.

La prima riguarda una riduzione della domanda per l'impresa originata da una sovracapacità produttiva a livello di settore che determina un eccesso di capacità produttiva rispetto alle possibilità di collocamento sul mercato. La sovracapacità a livello di settore può essere provocata dalla ricerca di economie di scala o dall'accrescimento nel tempo delle dimensioni minime efficienti, dalla caduta della domanda a causa di cambiamenti nel consumo, dall'esistenza di elevate barriere all'uscita e da politiche manageriali. Gli effetti sulle aziende saranno diversi a seconda della risposta in termini di quote di mercato per contrastare la riduzione della domanda. Le aziende forti, accrescendo la quota di mercato, riescono ad attenuare la riduzione della domanda aziendale, al contrario le aziende deboli vedono ridursi la loro quota di mercato con una rilevante riduzione della domanda aziendale. In questo caso, però, sono le imprese con scarsa capacità di adattare i costi²² al variato livello dei ricavi che andranno incontro ad una crisi da sovracapacità.

Una seconda situazione riguarda una duratura riduzione della domanda aziendale legata alla perdita di quote di mercato. Questo è un caso più grave del

²² I costi che generano maggiore difficoltà nell'adattamento sono i costi fissi e i costi del personale. Per approfondimenti si veda L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, pp. 128-131.

precedente in quanto non c'è un coinvolgimento a livello settoriale, ma la sovracapacità riguarda la sola impresa che per evitare il declino deve adeguare i costi incontrando numerose difficoltà.

Una terza situazione riguarda lo sviluppo dei ricavi inferiore alle attese, a fronte di investimenti fissi precostituiti per maggiori dimensioni che può dipendere da un insufficiente aumento della quota di mercato rispetto alle attese e/o da un'errata previsione di sviluppo della domanda globale, a parità di quote di mercato. L'eccesso di capacità può essere fronteggiato cercando di migliorare la quota di mercato a breve termine con delle politiche di mercato aggressive oppure attendendo che lo sviluppo della domanda riassorba l'eccesso di capacità andando però, in questo caso, ad adattare i costi.

Infine, esiste un caso di crisi da rigidità causato da un aumento dei costi, a cui non corrisponde una variazione dei prezzi perché soggetti a controllo pubblico. Il problema si riscontra nei periodi di inflazione dove, a causa di difficoltà burocratiche e ostacoli di tipo politico, le imprese non riescono, se non con ritardo e solo parzialmente, ad adattare i prezzi al rialzo dei costi. Per evitare che le perdite subite dalle imprese interessate si trasformino in una crisi del settore è necessario un intervento delle autorità preposte al controllo dei prezzi.

La crisi da decadimento dei prodotti e da carenze ed errori di *marketing* è determinata da una debolezza che l'impresa ha nell'affrontare e controllare il proprio mercato. In particolare, la crisi da decadimento dei prodotti si ha quando

l'impresa, dal punto di vista contabile, registra una riduzione dei margini tra prezzi e costi variabili di produzione al di sotto del limite necessario per la copertura dei costi fissi o comuni e per garantire una sufficiente misura di utile. Il mix di prodotti offerto dall'impresa non è più in grado di reggere la concorrenza in quanto i prodotti si rivelano poco attrattivi e questo, dal punto di vista commerciale, fa perdere quote di mercato all'impresa. Il decadimento può derivare da una carenza di capacità innovative, da scarsi investimenti in ricerca e sviluppo o dal fatto che i concorrenti sono stati maggiormente efficienti.

Il decadimento può però essere innescato anche da carenze ed errori di *marketing* come, ad esempio, un mix di prodotti errato o con carenze, una caduta dell'immagine dell'impresa o delle sue marche, degli errori nella scelta dei mercati e del target di clientela, delle carenze nei servizi offerti alla clientela.

Per quanto riguarda la crisi da incapacità a programmare, da errori di strategia e da carenza di innovazione, nello specifico si ha che la crisi da incapacità a programmare nasce in quelle imprese che impostano la loro azione avendo a riferimento solo il conseguimento di risultati nel breve termine, che non stabiliscono degli obiettivi e non verificano la compatibilità dei mezzi disponibili con gli obiettivi. Così facendo le imprese si trovano impreparate ad affrontare i mutamenti ambientali che impongono di adattare le condizioni di svolgimento della gestione. Le conseguenze sono non solo il conseguimento di risultati economici negativi nel lungo termine, ma anche una demotivazione del *management* e del

personale per l'assenza di obiettivi chiari, definiti e raggiungibili. In conclusione, questo scenario porta a un peggioramento della situazione, in quanto se è vero che la carenza di programmazione è una debolezza dell'impresa che può portare alla crisi, è soprattutto vero il contrario, cioè, che in situazioni di difficoltà per le imprese diventa problematica ogni programmazione, accentuando la crisi stessa.

La crisi da errori di strategia può nascere in determinate situazioni come, ad esempio, nel caso in cui l'impresa continui a investire in aree che generano risultati negativi, distruggendo valore, o nel caso in cui l'impresa decida di entrare in nuove aree, lontane dal *core business*, senza averne le giuste competenze e nei casi in cui le imprese vogliano avviare una fase di sviluppo o dei progetti senza verificarne la sostenibilità e fattibilità.

La crisi da carenza di innovazione si ha quando l'impresa non è capace di innovare. L'innovazione non riguarda solo il fatto che l'impresa sviluppi nuovi prodotti, ma anche nuovi modi di produrre, nuove politiche di *marketing*, nuove modalità per reperire capitale. È quindi importante che nelle imprese nascano sempre nuove idee che necessariamente nelle imprese di grandi dimensioni devono accompagnarsi ad investimenti nella ricerca.

L'ultima tipologia di causa di crisi individuata da Guatri è la crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale.

Lo squilibrio finanziario è una situazione che per l'impresa si manifesta con i seguenti casi: prevalenza dei mezzi a titolo di debito, in particolare debiti a breve

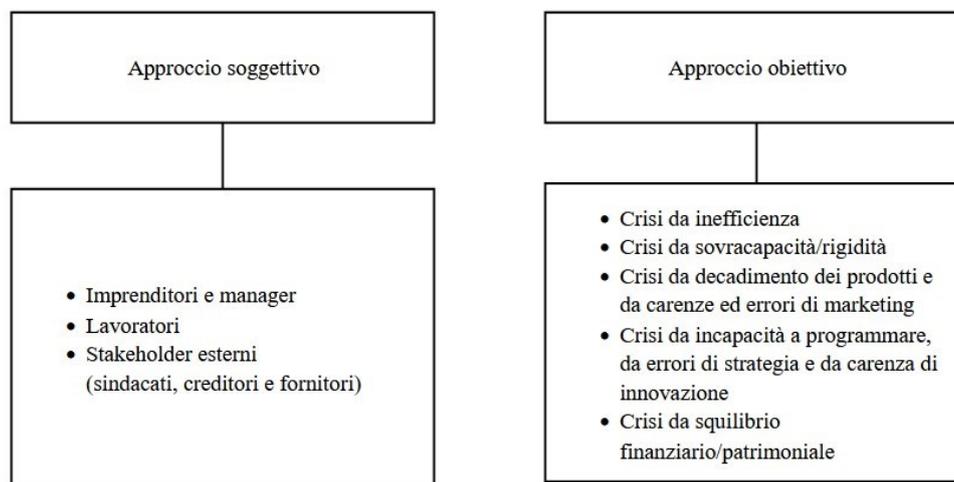
termine, squilibri tra investimenti duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili, scarse o inesistenti riserve di liquidità, incapacità di contrattare le condizioni del credito e ritardi nei pagamenti. Lo squilibrio finanziario interviene nel processo di crisi con un duplice ruolo, quello di causa primaria o secondaria di crisi. Nel primo caso, lo squilibrio finanziario può essere generato dalla debolezza dei mercati finanziari che limitano il ricorso al capitale proprio e rendono così inevitabile per le imprese il ricorso all'indebitamento bancario. A questo si aggiunge l'ostilità delle istituzioni bancarie nel concedere finanziamenti a medio/lungo termine, con il conseguente aumento del ricorso al credito a breve per le imprese. L'eccessivo indebitamento e il suo elevato costo provocano elevati oneri finanziari che causano delle perdite economiche alle imprese. Questo non fa altro che aumentare le difficoltà nel reperire dal mercato mezzi a titolo di capitale e di credito e porta ad un azzeramento dell'autofinanziamento. Se le perdite non si arrestano le imprese andranno incontro alla crisi.

Nella maggioranza dei casi lo squilibrio finanziario è causa secondaria di crisi. Quello che avviene è che uno o più fattori di crisi analizzati in precedenza (inefficienza, sovracapacità/rigidità, decadimento dei prodotti, carenze ed errori di *marketing*, incapacità a programmare, errori di strategia, carenza di innovazione) causano delle perdite economiche all'impresa che generano squilibri finanziari che vanno ad aggravare le perdite economiche. Si genera così un circolo vizioso che non fa altro che portare l'impresa alla crisi.

Collegato allo squilibrio finanziario è lo squilibrio patrimoniale che “consiste nella scarsità di mezzi vincolati all’azienda a titolo di capitale e di riserve rispetto ad altre componenti della situazione patrimoniale (indebitamento, totale dell’attivo) e della situazione economica (giro d’affari, entità delle perdite effettive e potenziali)”²³. Le perdite economiche riducono l’entità dei mezzi propri e di conseguenza riducono l’incidenza di questi sulle fonti di finanziamento e quindi si assiste ad un aumento dell’entità degli oneri finanziari per l’impresa. La debolezza patrimoniale si collega così allo squilibrio finanziario. Inoltre, la solidità patrimoniale è una condizione che permette di assorbire le perdite che derivano dal declino e dalla crisi garantendo un periodo di tempo più ampio per intervenire. Al contrario, le imprese patrimonialmente squilibrate possono passare rapidamente dallo stadio delle perdite a quelli dell’insolvenza e del dissesto.

²³ L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 149.

Figura 1.3 – Classificazione delle cause di crisi secondo Guatri.



Fonte: adattamento di GUATRI L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.

La figura sintetizza la proposta di classificazione delle cause di crisi elaborata da Guatri. Occorre precisare come nella realtà le crisi delle imprese sono provocate da più cause, alcune intervengono nelle fasi iniziali del declino, come errori di strategia, inefficienze, carenze di innovazione, incapacità a programmare, decadimento dei prodotti, altre intervengono successivamente andando ad aggravare il declino e portando le imprese verso la crisi, come la rigidità e gli squilibri finanziari. Inoltre, si devono considerare anche le relazioni di causa/effetto e di scambio reciproco di influenze tra i vari fattori che, interagendo tra loro, possono aggravare la crisi. Infine, Guatri ricorda come l'approccio soggettivo e l'approccio obiettivo siano due aspetti dello stesso fenomeno in quanto all'origine

dei fattori dell'approccio obiettivo ci sono gli uomini: dai comportamenti umani, in particolare di imprenditori e *manager*, derivano i fattori di declino e di crisi.

1.3.5 Classificazione di Bastia

La classificazione delle cause di crisi elaborata da Bastia²⁴ nel 2019, come detto in precedenza, è finalizzata ad individuare idonee strategie di risanamento. Bastia distingue tra cause primarie di crisi e cause secondarie di crisi.

Le cause primarie di crisi sono le seguenti:

1. crisi di cultura d'impresa;
2. crisi per inadeguata creazione di qualità e valore;
3. crisi per errori di strategia e struttura;
4. crisi per mancanza di flessibilità e versatilità (crisi di rigidità);
5. crisi per inefficienze operative;
6. crisi per declino del modello di *business*.

La crisi di cultura d'impresa “attiene a un complesso di elementi intangibili, che proprio per la loro non visibilità e la conseguente difficile verificabilità, rischiano di non essere seriamente considerati o adeguatamente percepiti”²⁵. Nelle imprese deve essere presente un sistema dei valori e delle idee che sia condiviso e diffuso a tutti i livelli organizzativi. Questo si può ottenere sia con processi informali, come, ad esempio, le relazioni interpersonali o la creazione di gruppi di

²⁴ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 207-220.

²⁵ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 207.

lavoro che favoriscono lo scambio di idee e valori tra chi lavora all'interno dell'azienda, ma anche con meccanismi formali, come regole e procedure comuni in azienda.

La cultura d'impresa entra in crisi a causa di disfunzioni legate alla proprietà, come una carenza di imprenditorialità, un limite culturale o un ricambio generazionale, al *management*, in particolare possono nascere i conflitti di agenzia del capitale proprio²⁶ e ai lavoratori, quando non siano adeguatamente formati di fronte all'ingresso di nuove tecnologie o processi di digitalizzazione. Tutto questo contribuisce a creare demotivazione, conflittualità e sfiducia all'interno dell'azienda.

Infine, la cultura d'impresa è causa di crisi quando il sistema dei valori e delle idee dell'impresa non è coerente con quello della comunità esterna di riferimento.

La crisi per inadeguata creazione di qualità e valore colpisce quelle imprese che non riescono a difendere nel lungo periodo i due fattori determinanti per il vantaggio competitivo²⁷: la creazione di qualità e di valore. Per quanto riguarda il primo aspetto, a partire dalle imprese giapponesi si è diffuso l'orientamento alla

²⁶ I conflitti di agenzia nascono quando tra due tipologie di soggetti è in essere un rapporto di agenzia, cioè un contratto dove un soggetto, il principale, delega un altro soggetto, l'agente, allo svolgimento di una determinata attività per suo conto. Il conflitto nasce perché gli interessi delle parti sono divergenti. Per approfondimenti si veda O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013, pp. 74-85.

²⁷ Secondo Porter il vantaggio competitivo deriva dal valore che un'azienda è in grado di creare per i suoi acquirenti, che fornisce risultati superiori alla spesa sostenuta dall'impresa per crearlo.

qualità totale, dove la qualità è intesa come soddisfazione del cliente, non solo dal punto di vista del prodotto offerto che deve avere certi requisiti, ma anche dal punto di vista dei processi aziendali che devono essere ottimizzati eliminando quelli che non generano valore per il cliente e riducendo gli sprechi²⁸. La creazione di valore, inoltre, è un concetto relativo e il suo significato cambia in funzione dei soggetti beneficiari del valore creato, anche se, generalmente, come destinatario principale le imprese considerano i loro clienti²⁹. Le imprese che non creano qualità e valore possono entrare in una crisi che si manifesta con perdita di quote di mercato, diminuzione dei margini di guadagno e deterioramento dell'immagine aziendale.

La crisi per errori di strategia e struttura è dovuta ad errori commessi dai proprietari dell'azienda e dall'alta direzione nella definizione delle strategie e della macrostruttura organizzativa. Ad esempio, le strategie di diversificazione hanno il vantaggio di ridurre i rischi, ma se le imprese diversificano entrando in *business* non correlati al *core business* si genera una dispersione di risorse. Inoltre, la struttura organizzativa adatta a delle strategie di diversificazione è quella multidivisionale che porta ad un aggravamento dei costi organizzativi e di struttura. Un altro esempio riguarda le imprese che perseguono delle strategie di integrazione

²⁸ Un approccio manageriale di questo tipo è definito *Lean Management*. Per approfondimenti si veda S. MARASCA, C. CATTANEO, *Il sistema di controllo strategico: evoluzione, finalità, strumenti*, Giappichelli, Torino, 2021, pp. 202-209.

²⁹ La funzione aziendale deputata a creare valore per il cliente è il *marketing*. Per approfondimenti si vedano G. FERRERO, *Marketing e creazione del valore*, Giappichelli, Torino, 2018 e G.L. GREGORI, A. PERNA, *BtoB marketing. Il business marketing tra teoria e managerialità*, Egea, Milano, 2019.

verticale dove, a fronte di un maggior controllo sulle funzioni internalizzate, si hanno delle perdite di economie di scala che si traducono in elevati costi unitari di prodotto e in una perdita di competitività. Inoltre, la struttura organizzativa più adatta al supporto delle strategie di integrazione verticale è la struttura gerarchico-funzionale che aumenta il grado di complessità interna dell'impresa³⁰.

La crisi per mancanza di flessibilità e versatilità caratterizza le imprese che operano in contesti ambientali turbolenti, dove per sopravvivere è fondamentale ricercare flessibilità e versatilità. Si considera dotata di flessibilità un'impresa che adotta una struttura organizzativa di tipo reticolare che si basa su forme di collaborazione esterna che permettono di adattarsi con maggiore facilità alle fluttuazioni della domanda. A livello della struttura tecnico-produttiva, un'eccessiva dimensione degli impianti indica mancanza di flessibilità, in quanto nei periodi di recessione può verificarsi un sottoimpiego della capacità produttiva e una specializzazione spinta di impianti e tecnologie rende l'impresa poco versatile e incapace di adattarsi in tempo ai cambiamenti nei gusti dei consumatori e di competere con la concorrenza nella soddisfazione del cliente. Infine, nella gestione delle risorse umane, la flessibilità è assicurata grazie a del personale versatile e abituato alla mobilità interna.

³⁰ Per approfondimenti sulle strategie delle imprese si veda M.R. MARCONE, *Le strategie delle imprese italiane di media dimensione. Innovazione e internazionalizzazione delle attività di impresa*, Giappichelli, Torino, 2017. Per approfondimenti sulla progettazione della struttura organizzativa si veda M. BONTI, V. CAVALIERE, E. CORI, *Lineamenti di organizzazione aziendale*, Egea, Milano, 2020.

La crisi per inefficienze operative caratterizza soprattutto le imprese che operano in contesti altamente competitivi. L'inefficienza colpisce l'impresa a vari livelli: a livello aziendale, a livello di aree strategiche di affari³¹, a livello di funzioni aziendali, a livello di reparti, a livello di punti vendita e a livello di singole risorse.

Con riferimento all'azienda nel suo complesso, l'inefficienza si coglie per un aggravamento dell'incidenza dei costi sui ricavi. A livello di aree strategiche d'affari le inefficienze si manifestano con eccessivi costi sostenuti, ad esempio, per lo sviluppo dei prodotti o per l'accesso alle tecnologie. Per quanto riguarda le funzioni aziendali risultano più gravi, dal punto di vista strategico, le inefficienze nelle funzioni operative e maggiormente caratterizzanti l'impresa. Le inefficienze che si manifestano a livello di reparto possono essere circoscritte, ma se non si interviene tempestivamente queste si propagano ad altri reparti per via delle interdipendenze esistenti. Lo stesso accade a livello di singoli punti vendita, dove l'inefficienza, se non viene fronteggiata, rischia di causare danni d'immagine al sistema di vendita dell'impresa. Infine, a livello di risorse, le inefficienze riguardano uno spreco di fattori produttivi, un cattivo utilizzo di impianti e macchinari o la creazione di colli di bottiglia.

³¹ L'Area Strategica di Affari (ASA) viene definita come una combinazione di prodotto-mercato. Secondo il modello di Abell sono tre i criteri fondamentali per identificarla: funzioni d'uso (quali sono le esigenze dei clienti soddisfatte dal prodotto), clienti (chi viene servito) e tecnologia (come viene svolta la funzione dal prodotto).

La crisi per declino del modello di *business* va analizzata anche in relazione ai *competitor* dell'impresa. Infatti, il modello di *business* descrive come l'impresa crea, distribuisce e si appropria del valore e quindi indica i prodotti o servizi offerti, le relazioni con clienti, fornitori e altri *stakeholder*, i canali distributivi, ecc. Il modello di *business* entra in crisi quando uno o più di questi elementi non reggono più il confronto con la concorrenza, ad esempio, nel caso in cui il prodotto dell'impresa sia inferiore dal punto di vista tecnologico rispetto a quello offerto dalla concorrenza, l'impresa subirà una perdita di quota di mercato.

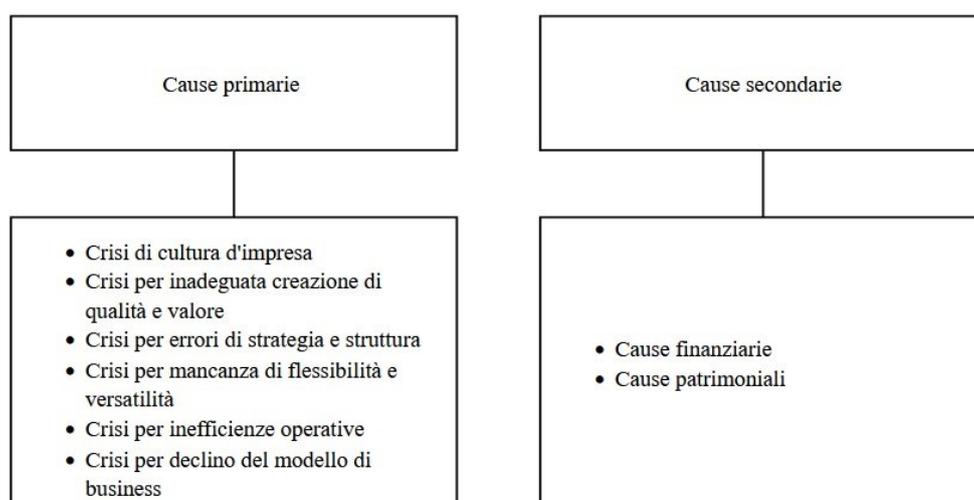
Le cause primarie di crisi hanno un impatto sull'equilibrio economico dell'impresa e portano al conseguimento di perdite. Inoltre, le cause primarie possono provocare il dissesto dell'impresa, ma nella realtà succede anche che vengano innescate, aggravate, accentuate dalle cause secondarie di crisi: cause finanziarie e cause patrimoniali³².

Le cause finanziarie sono generalmente la manifestazione ultima di crisi primarie strategiche ed economiche e nel momento in cui si manifestano, il dissesto è ormai percepibile esternamente. Le cause finanziarie portano l'impresa a dover sostenere maggiori oneri finanziari e peggiorano la sua capacità di negoziazione.

³² Cause finanziarie e patrimoniali possono anche considerarsi cause primarie di crisi. Ad esempio, gravi errori nelle strategie finanziarie dell'azienda sono primarie cause finanziarie di crisi e una grave sottocapitalizzazione dell'impresa a causa di una mancanza di mezzi propri dei fondatori è causa patrimoniale di crisi con un ruolo primario.

Le cause patrimoniali generano un disequilibrio tra la struttura degli investimenti e dei finanziamenti che risulta difficile da modificare visto il loro carattere strutturale.

Figura 1.4 – Classificazione delle cause di crisi secondo Bastia.



Fonte: adattamento di BASTIA P., *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019.

La figura sintetizza la proposta di classificazione delle cause di crisi elaborata da Bastia. Occorre precisare come le cause di crisi, primarie e secondarie, “formano un sistema di cause interdipendenti, dove, una volta innescato il processo patologico, non può più essere nemmeno definito un ordine diacronico”³³.

³³ P. BASTIA, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 220.

1.4 STRUMENTI PER PREVENIRE E PREVEDERE LA CRISI

Per valutare lo stato di salute delle imprese e diagnosticare tempestivamente le crisi aziendali possono essere utilizzati diversi strumenti. Questo lavoro si occuperà di tre strumenti in particolare: l'analisi di bilancio, il controllo di gestione e i modelli di previsione della crisi aziendale.

1.4.1 Analisi di bilancio

Il bilancio d'esercizio è l'insieme dei documenti contabili che rappresentano la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica di un'impresa e deve essere redatto periodicamente secondo le disposizioni di legge³⁴.

Secondo l'articolo 2423 del Codice civile, il bilancio di esercizio si compone dello stato patrimoniale, del conto economico, del rendiconto finanziario³⁵ e della nota integrativa. La redazione spetta agli amministratori che devono anche redigere la relazione sulla gestione da allegare al bilancio³⁶.

L'analisi di bilancio può essere definita come una “procedura di lettura critica e interpretazione dei bilanci (di varia natura) e di altre informazioni complementari,

³⁴ La base normativa è costituita dagli articoli del Codice civile che disciplinano la redazione del bilancio di esercizio nelle società di capitali (artt. 2423-2435 *ter* c.c.). Ad integrazione e interpretazione di queste norme sono stati emanati dei principi contabili da parte dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC). Queste norme non interessano le società che applicano i principi contabili internazionali.

³⁵ La redazione del rendiconto finanziario è obbligatoria dal 1° gennaio 2016, con la modifica introdotta dal D.lgs. n. 139/2015.

³⁶ Per approfondimenti sul bilancio di esercizio si vedano A. QUAGLI, *Bilancio e principi contabili*, Wolters Kluwer, Milano, 2016, A. QUAGLI, *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2018 e L. MIELE, A. SURRA, F. BONTEMPO, T. FABI, *Bilancio e reddito d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2021.

basata su tecniche codificate, sull'abilità, sull'esperienza e sull'intuito dei soggetti che la eseguono, finalizzata all'espressione di un giudizio sullo stato di salute di determinate realtà aziendali³⁷. In particolare, l'indagine verte su tre aspetti della gestione: l'aspetto economico, ossia il raggiungimento e mantenimento dell'equilibrio economico, l'aspetto patrimoniale, ossia il sostanziale equilibrio tra impieghi e fonti di finanziamento e l'aspetto finanziario, ossia la capacità delle entrate monetarie di far fronte alle uscite monetarie³⁸.

L'analisi di bilancio, in base alle tecniche impiegate, può essere statica o dinamica. Nel primo caso si parla di analisi per indici, costruiti relazionando tra loro grandezze ricavate dai prospetti dello stato patrimoniale e del conto economico. Nel secondo caso si parla di analisi per flussi che si sostanzia nella redazione, lettura e interpretazione del rendiconto finanziario³⁹.

Il calcolo degli indici deve essere preceduto da due fasi fondamentali: l'interpretazione dei dati contenuti nel bilancio e la riclassificazione dei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico.

³⁷ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2016, p. 20.

³⁸ Per approfondimenti sull'analisi di bilancio si vedano, ad esempio, I. FACCHINETTI, *Analisi di bilancio: metodologie, procedure e casi di analisi per margini, indici e flussi*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2006, R. SILVI, *Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGraw Hill, Milano, 2012, C. TEODORI, *Analisi di bilancio: lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017, P. GHIRINGHELLI, *Analisi di bilancio e driver di valore*, Egea, Milano, 2019, A. RICCIARDI, *L'analisi di bilancio per la valutazione dei rischi*, FrancoAngeli, Milano, 2020, G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio e finanziaria: logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2021, M. ALLEGRI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio: la riclassificazione e l'interpretazione dello stato patrimoniale e del conto economico*, Giuffrè, Milano, 2022.

³⁹ La tematica sarà oggetto del secondo capitolo, al quale si rimanda.

L'interpretazione dei dati contenuti nel bilancio è finalizzata a valutarne la completezza, qualità ed affidabilità. È evidente come un giudizio negativo in questa fase condiziona la possibilità di procedere con le elaborazioni successive.

Occorre precisare come “una corretta analisi di bilancio deve essere realizzata confrontando situazioni contabili riferite almeno a tre esercizi consecutivi, attraverso cui disegnare linee di tendenza tramite cui interpretare il più probabile scenario di sviluppo dell'attività aziendale, integrato da confronti con “*benchmark* di settore” (principali *competitor* o medie di mercato)”⁴⁰. Gli indici calcolati nei bilanci successivi di una stessa azienda permettono di operare dei confronti nel tempo per verificare la presenza di *trend* evolutivi o involutivi nell'andamento della sua gestione⁴¹. I confronti tra indici dovrebbero essere realizzati anche nello spazio, ossia tra aziende che operano nello stesso settore o che siano comparabili⁴².

Inoltre, l'analisi di bilancio è un'analisi di tipo quantitativo, in quanto si basa sui dati contenuti nel bilancio. Il problema è che questo possiede una scarsa attitudine a segnalare tempestivamente situazioni di crisi, poiché i valori di bilancio sono spesso sintomi intermedi e finali e solo raramente sintomi primari di crisi,

⁴⁰ A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 45.

⁴¹ I bilanci devono essere comparabili come definito dall'articolo 2023 *ter* del Codice civile, comma 5: “Per ogni voce dello stato patrimoniale e del conto economico deve essere indicato l'importo della voce corrispondente all'esercizio precedente. Se le voci non sono comparabili, quelle relative all'esercizio precedente devono essere adattate; la non comparabilità e l'adattamento o l'impossibilità di questo devono essere segnalati e commentati nella nota integrativa”.

⁴² Per approfondimenti si veda M. FAZZINI, *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, pp. 19-27.

“pertanto, nel momento in cui dall’interpretazione dei valori di bilancio emerge in maniera palese il sintomo di una crisi, le relative cause generatrici potrebbero in realtà già trovarsi in una situazione degenerativa difficilmente sanabile”⁴³.

Fatte queste precisazioni, si passa alla riclassificazione dei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico.

In primo luogo, riclassificare i prospetti di stato patrimoniale e di conto economico significa riordinare i dati contenuti in essi, secondo criteri e schemi che tengano conto delle esigenze dell’analisi, con la finalità di evidenziare degli aggregati di valori significativi. Infatti, lo stato patrimoniale e il conto economico, redatti secondo il modello previsto dal Codice civile⁴⁴, permettono solo parzialmente di effettuare un’analisi volta all’espressione di un giudizio sullo stato di salute economico-finanziaria dell’impresa.

Lo stato patrimoniale può essere riclassificato secondo due principali criteri: il criterio finanziario e il criterio di pertinenza gestionale.

Secondo il criterio finanziario le attività sono ordinate in funzione delle loro capacità a trasformarsi in forma liquida, mentre le passività e il patrimonio netto sono ordinati in relazione alla loro esigibilità.

⁴³ A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d’impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 45.

⁴⁴ L’articolo 2424 del Codice civile illustra lo schema da seguire per la redazione dello stato patrimoniale. La configurazione scelta dal legislatore si basa sul criterio di destinazione degli investimenti in azienda scelta dagli amministratori per le voci dell’attivo e il criterio della natura delle fonti di finanziamento per le voci del passivo. L’articolo 2425 del Codice civile illustra lo schema da seguire per la redazione del conto economico.

Il periodo di tempo che distingue il breve dal medio-lungo termine è di 12 mesi.

Figura 1.5 – Riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario.

IMPIEGHI	FONTI
Attivo fisso	Patrimonio netto
	Passività consolidate
Attivo corrente	Passività correnti

Fonte: elaborazione personale.

La figura illustra la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario.

Nel dettaglio, le attività, definite impieghi di capitale, si dividono in attivo fisso e attivo corrente. L'attivo fisso contiene gli investimenti che sono destinati a trasformarsi in entrate nel medio-lungo periodo, ossia oltre i 12 mesi. Ne fanno parte le immobilizzazioni immateriali, le immobilizzazioni materiali e le immobilizzazioni finanziarie. L'attivo corrente contiene le attività destinate a tornare in forma liquida nel breve periodo, ossia entro i 12 mesi. Ne fanno parte le liquidità immediate, le liquidità differite e le disponibilità⁴⁵.

⁴⁵ Con "liquidità immediate" si intende del denaro che è prontamente disponibile in azienda o reperibile presso istituti finanziari. Con "liquidità differite" si intendono crediti e altre attività liquidabili entro i 12 mesi. Con "disponibilità" si intendono le rimanenze di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci che l'azienda presume di vendere entro i 12 mesi.

È importante sottolineare che “la distinzione fra i due gruppi deve essere effettuata privilegiando l’aspetto sostanziale su quello formale, svincolandosi dai consueti parametri normativi”⁴⁶. L’elemento da prendere in considerazione per la collocazione è la data di realizzo, quindi, ad esempio, se un credito commerciale è esigibile entro i 12 mesi va collocato nell’attivo corrente e se è esigibile oltre i 12 mesi va collocato nell’attivo fisso.

Le passività, definite fonti di finanziamento, si dividono in patrimonio netto, passività consolidate e passività correnti. Come detto in precedenza, la collocazione avviene in base all’attitudine a produrre delle uscite finanziarie alla scadenza⁴⁷. Nello specifico, il patrimonio netto è costituito dai conferimenti dei soci e dalle riserve di utile e di capitale. Nelle passività consolidate si collocano le passività la cui scadenza è prevista nel medio-lungo termine, ossia oltre i 12 mesi. Nelle passività correnti si collocano le passività il cui rimborso è previsto nel breve termine, ossia entro i 12 mesi.

Secondo il criterio di pertinenza gestionale, le voci dell’attivo e del passivo vengono aggregate tenendo conto dell’area gestionale alla quale appartengono⁴⁸: area operativa, area accessoria, area finanziaria, area straordinaria e area tributaria. Questa riclassificazione dello stato patrimoniale è particolarmente utile “in quanto

⁴⁶ M. FAZZINI, *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, p. 33.

⁴⁷ Rispetto a quanto accade per le attività, le passività si rivelano di più facile collocazione in quanto la loro scadenza risulta da clausole contrattuali o da norme inderogabili.

⁴⁸ Il patrimonio netto non rientra in nessuna delle aree gestionali e ha una sua sezione autonoma.

porta l'analista a soffermarsi sull'andamento e sulle componenti della gestione operativa, separandola da quella estranea alla gestione operativa e, in modo particolare, da quella finanziaria”⁴⁹.

La riclassificazione del conto economico parte da un presupposto: il risultato dell'esercizio deriva dall'influenza combinata dei risultati delle attività ascrivibili a determinate categorie, ovvero la gestione operativa, la gestione accessoria, la gestione finanziaria, la gestione straordinaria e la gestione tributaria.

Nel conto economico civilistico⁵⁰ troviamo la distinzione tra ricavi e costi relativi alla dimensione operativa, nelle macroclassi A e B, e proventi e oneri relativi alla gestione finanziaria, nelle macroclassi C e D. I componenti accessori, all'interno del conto economico civilistico, li troviamo collocati nelle voci A.5 “Altri ricavi e proventi” e B.14 “Oneri diversi di gestione”, quindi la distinzione tra gestione operativa e accessoria può essere recuperata in sede di riclassificazione. La criticità riguarda l'area straordinaria⁵¹ poiché, con la riforma introdotta dal D.lgs. n. 139/2015, è stata eliminata la macroclasse E relativa ai proventi e oneri straordinari che, nei bilanci chiusi a partire dal 1° gennaio 2016, confluiscono rispettivamente nella voce A.5 “Altri ricavi e proventi” e B.14 “Oneri diversi di gestione”, facendo così perdere un'informazione importante a chi legge il bilancio.

⁴⁹ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2016, p.72.

⁵⁰ Articolo 2425 del Codice civile.

⁵¹ Nell'area straordinaria si ricomprendono le operazioni che hanno carattere eccezionale, in quanto non riconducibili, per natura e/o frequenza di manifestazione, alla gestione ordinaria.

Il conto economico può essere riclassificato secondo tre diversi criteri: a margine di contribuzione, a costo del venduto e a valore aggiunto. I differenti schemi di riclassificazione conducono alla determinazione del risultato operativo che viene anche definito reddito operativo caratteristico (ROC) o margine operativo netto (MON). A partire dal risultato operativo, i tre criteri evidenziano il contributo della gestione accessoria, finanziaria, straordinaria e tributaria alla determinazione del risultato di esercizio.

Figura 1.6 – Conto economico e aree gestionali.

Ricavi operativi
- Costi operativi
= Risultato operativo
+ Proventi accessori
- Oneri accessori
= Reddito operativo globale
+ Proventi finanziari
- Oneri finanziari
= Risultato ordinario
+ Proventi straordinari
- Oneri straordinari
= Risultato ante imposte
- Imposte
= Risultato di esercizio

Fonte: elaborazione personale.

I tre prospetti di riclassificazione del conto economico si differenziano per la modalità con cui rielaborano le voci che compongono i costi operativi di un'impresa. Infatti, all'interno del conto economico, l'aggregato dei costi operativi è quello più eterogeneo e variegato in quanto contiene "componenti negativi di reddito che si riferiscono ad accadimenti di diversa natura, che è opportuno accorpate in aggregati omogenei, cosicché si possano individuare risultati intermedi che abbiano un valore segnaletico migliore di quello fornito dal bilancio, che si limita a individuare il solo margine operativo (ovvero A-B "Differenza tra il valore e i costi della produzione")"⁵².

Il criterio di riclassificazione del conto economico definito "a margine di contribuzione" suddivide i costi operativi in variabili e fissi ed evidenzia il contributo della gestione caratteristica alla copertura dei costi fissi.

Figura 1.7 – Conto economico a margine di contribuzione.

Ricavi operativi
- Costi variabili
= Margine lordo di contribuzione
- Costi fissi
= Risultato operativo

Fonte: adattamento di FAZZINI M., Analisi di bilancio, Wolters Kluwer, Milano, 2023, p. 75.

⁵² M. FAZZINI, *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, p. 74.

Questa riclassificazione è utile se si vuole valutare il grado di rigidità/elasticità della struttura aziendale, ma l'analista deve essere in possesso di informazioni relative alla struttura dei costi dell'azienda che risultano difficili da reperire per un analista esterno.

La riclassificazione del conto economico detta "a costo del venduto" suddivide i costi operativi in diretti e indiretti.

Figura 1.8 – Conto economico a costo del venduto.

Ricavi operativi
- Costi diretti
= Margine lordo industriale
- Costi indiretti
= Risultato operativo

Fonte: adattamento di FAZZINI M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, p. 75.

I costi diretti fanno riferimento ai costi industriali che l'azienda ha sostenuto per ottenere i ricavi di vendita. Il margine lordo industriale misura "la quantità di risorse delle quali, dopo aver coperto i costi di trasformazione, l'azienda può disporre per far fronte ai restanti costi operativi non collegati al processo produttivo in senso stretto (...) e ai costi di gestione finanziaria, accessori e fiscali"⁵³.

⁵³ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2016, p. 87.

Anche in questo caso, la riclassificazione richiede di accedere a delle informazioni precluse all'analista esterno.

La riclassificazione del conto economico "a valore aggiunto" suddivide i costi in esterni, interni e non monetari.

Figura 1.9 – Conto economico a valore aggiunto.

Ricavi operativi
- Costi esterni
= Valore aggiunto
- Costi interni
= Margine operativo lordo
- Costi non monetari
= Risultato operativo

Fonte: adattamento di FAZZINI M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, p. 75.

I costi esterni sono i costi che l'azienda sostiene per acquisire materie prime, semilavorati e servizi da terze economie. Questi input acquisiti dall'esterno subiscono all'interno dell'azienda un processo di trasformazione grazie all'impiego di risorse interne, come assets materiali, immateriali e capitale umano, che hanno un loro costo. Grazie a questo processo l'impresa produce prodotti e servizi che vende ai suoi clienti.

Il valore aggiunto è "la misura del valore incrementale che l'impresa, mediante lo svolgimento del processo produttivo, è in grado di infondere ai propri prodotti e servizi rispetto a quello già contenuto nelle risorse reperite al di fuori della propria

struttura”⁵⁴. È un indicatore di produzione di ricchezza in quanto va a remunerare i fattori produttivi e i diversi *stakeholders*, andando a redistribuire la ricchezza creata.

Il margine operativo lordo, o EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciaton and Amortization*), è un indicatore di efficienza della gestione operativa monetaria in quanto è calcolato prima della decurtazione dei costi non monetari, ossia ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni.

Il criterio di riclassificazione del conto economico a valore aggiunto può facilmente essere impiegato da un analista esterno, poiché non sono necessarie informazioni ulteriori rispetto a quelle contenute nel bilancio di esercizio.

Compiuta la riclassificazione dei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico si può procedere con l’analisi per indici.

L’analisi per indici permette di calcolare una serie di indicatori costruiti relazionando tra loro delle grandezze che derivano dai prospetti riclassificati. Da questo si comprende come potenzialmente il numero degli indicatori che è possibile calcolare è elevato, quindi, è importante che l’analista vada a scegliere quelli che ritiene più rilevanti per raggiungere gli scopi conoscitivi dell’analisi. Inoltre, la lettura degli indici di bilancio deve avvenire in una logica di sistema, poiché tra di essi esistono numerose interdipendenze.

⁵⁴ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2016, p. 88.

Di seguito verranno analizzati una serie di indicatori che permettono di cogliere in via anticipata dei segnali di crisi. In particolare, si individuano degli indici di bilancio rispetto a tre aree di analisi: analisi della solidità, analisi della liquidità e analisi della redditività.

L'analisi della solidità è finalizzata a verificare la relazione tra impieghi e fonti e la dipendenza dell'impresa dalle risorse finanziarie raccolte presso terze economie.

Per quanto riguarda il primo aspetto, l'analisi è volta a “valutare l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento in termini di sincronizzazione rispetto alla struttura degli impieghi”⁵⁵, cioè i tempi di rimborso delle fonti e i tempi di monetizzazione degli impieghi dovrebbero coincidere. In particolare, l'attivo fisso dovrebbe essere finanziato ricorrendo a fonti vincolate all'azienda per periodi medio-lunghi per evitare situazioni di squilibrio.

Il primo indicatore da valutare è il quoziente primario di struttura, dato dal seguente rapporto:

$$\text{Quoziente primario di struttura} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Attivo fisso}}$$

Questo indice viene anche definito “indice di auto-copertura dell'attivo fisso” poiché indica, in termini percentuali, quanta parte dell'attivo fisso è finanziata con

⁵⁵ A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 55.

il patrimonio netto che presenta due importanti caratteristiche: è la fonte non soggetta a rimborso e non comporta il pagamento di oneri finanziari.

Astrattamente, questo indicatore dovrebbe assumere valori superiori o uguali a 1. La realtà, soprattutto delle imprese italiane, ci dimostra però che il ricorso al capitale proprio incontra delle difficoltà date da una limitata disponibilità di mezzi monetari che i proprietari investono nell'impresa. Per questo motivo un valore dell'indice inferiore all'unità è da considerarsi fisiologico, purché la parte dell'attivo fisso non coperta dal patrimonio netto sia finanziata con ricorso alle passività consolidate.

Il quoziente secondario di struttura permette di verificare se l'attivo fisso è coperto finanziariamente mediante risorse vincolate alla gestione aziendale per periodi medio-lunghi. È calcolato nel modo seguente:

$$\text{Quoziente secondario di struttura} = \frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Passività consolidate}}{\text{Attivo fisso}}$$

Anche in questo caso il valore dell'indicatore dovrebbe mantenersi superiore all'unità per poter considerare l'impresa solida. Occorre però tenere presente che il ricorso alle passività consolidate produce effetti negativi sulla redditività aziendale per l'incidenza degli oneri finanziari.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, ossia la dipendenza dell'impresa dalle risorse finanziarie raccolte presso terze economie, sono due, in particolare, gli

indicatori da analizzare: l'indice di dipendenza finanziaria e il quoziente di indebitamento.

L'indice di dipendenza finanziaria indica quanto l'impresa dipende dalle risorse finanziarie raccolte presso soggetti terzi⁵⁶. In formula:

$$\text{Indice di dipendenza finanziaria} = \frac{\text{Passività consolidate} + \text{Passività correnti}}{\text{Totale fonti}}$$

Il valore che può assumere è idealmente compreso tra 0 e 1, dove l'unità indica una dipendenza totale dall'esterno.

Il quoziente di indebitamento mette a confronto il capitale di terzi con il capitale proprio, nel modo che segue:

$$\text{Quoziente di indebitamento} = \frac{\text{Passività consolidate} + \text{Passività correnti}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Il calcolo dell'indice permette di verificare se le attività vengono finanziate con ricorso al debito o attraverso il patrimonio netto. Una situazione di eccessivo ricorso al debito si verifica quando il rapporto supera l'unità.

L'analisi della liquidità è finalizzata a verificare se l'impresa, nel breve periodo, riesce a generare dei flussi di liquidità in entrata che le permettano di fronteggiare tempestivamente ed economicamente gli impegni finanziari assunti. L'analisi si basa quindi sul confronto tra attivo corrente e passività correnti.

⁵⁶ Il complemento a uno dell'indice di dipendenza finanziaria è rappresentato dall'indice di autonomia finanziaria, calcolato come rapporto tra il patrimonio netto e il totale delle fonti.

Il primo indice da analizzare è il quoziente di disponibilità, o *current ratio*, dato dal seguente rapporto:

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passività correnti}}$$

L'attivo corrente, come detto in precedenza, si compone delle liquidità immediate, liquidità differite e delle disponibilità⁵⁷. Tanto più l'indice assume un valore maggiore di uno e tanto più l'impresa è solvibile nel breve periodo. Un valore inferiore all'unità pone l'impresa in una situazione di rischio dal punto di vista della liquidità.

Il quoziente di disponibilità non è di per sé sufficiente ad esprimere un giudizio positivo sulla liquidità aziendale, ma l'analisi deve essere completata con la costruzione di altri due indici: il quoziente secondario di tesoreria e il quoziente primario di tesoreria.

Il quoziente secondario di tesoreria, o *acid test ratio*, mette a confronto le liquidità immediate e differite con le passività correnti, come segue:

$$\text{Quoziente secondario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passività correnti}}$$

Dal numeratore vengono escluse le disponibilità poiché queste “possono convertirsi in liquidità solamente passando attraverso la realizzazione di un processo operativo (di produzione e vendita, oppure solamente di vendita), che può

⁵⁷ Tra le disponibilità (rimanenze di magazzino) la parte che rappresenta il livello minimo di scorte, necessario per assicurare continuità al business, va esclusa dal numeratore, in quanto non liquidabile nel breve periodo, ma assimilabile all'attivo fisso.

richiedere un lasso di tempo più o meno lungo per essere realizzato con convenienza ed efficienza”⁵⁸. Al contrario, le liquidità immediate sono già sotto forma di denaro e le liquidità differite possono essere trasformate in denaro in tempi relativamente brevi.

L’indice dovrebbe assumere valori superiori all’unità per indicare una situazione di equilibrio dal punto di vista finanziario. Se assume valori inferiori all’unità l’impresa non riesce a far fronte agli impegni di breve periodo con le sole disponibilità immediate e differite.

Il quoziente primario di tesoreria, o *real time ratio*, va ancora di più nel dettaglio e confronta le liquidità immediate con le passività correnti, nel modo che segue:

$$\text{Quoziente primario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate}}{\text{Passività correnti}}$$

L’indice dovrebbe assumere valori superiori all’unità per poter definire l’azienda in equilibrio finanziario e monetario. Occorre però prestare attenzione quando l’indice presenta un valore troppo elevato, perché in questo caso significa che l’impresa ha della liquidità che non viene adeguatamente investita.

⁵⁸ A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d’impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 53.

È importante sottolineare come questi indici vanno letti congiuntamente al rendiconto finanziario che mostra le cause delle variazioni della liquidità nell'esercizio.

Per completare l'analisi della liquidità si procede con l'analisi del ciclo commerciale, in particolare focalizzandosi sulle dinamiche relative all'incasso dei crediti e al pagamento dei debiti. Infatti, se l'impresa ha un tempo di incasso dei crediti più breve rispetto a quello di pagamento dei debiti riesce ad avere la liquidità necessaria per far fronte ai propri impegni. Gli indici da confrontare sono due: l'indice di durata dei crediti verso clienti e l'indice di durata dei debiti verso fornitori.

L'indice di durata dei crediti verso clienti indica il numero di giorni che intercorre tra il momento in cui il credito sorge ed è rilevato il ricavo e la riscossione a scadenza. In formula:

$$\text{Indice di durata dei crediti verso clienti} = \frac{\text{Crediti verso clienti}}{\text{Ricavi delle vendite}^{59}} \times 365$$

L'indice di durata dei debiti verso fornitori indica il numero di giorni che intercorre tra il momento in cui sorge il debito ed è rilevato il costo e il suo pagamento a scadenza. In formula:

$$\text{Indice di durata dei debiti verso fornitori} = \frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Acquisti}^{60}} \times 365$$

⁵⁹ Voce A.1 del conto economico.

⁶⁰ Voce B.6 e B.7 del conto economico.

Inoltre, occorre determinare anche l'indice di durata del magazzino che indica il numero di giorni in cui le rimanenze permangono nel magazzino prima di essere impiegate nel ciclo produttivo (materie prime, semilavorati) o di essere vendute (prodotti finiti, merci).

Nel caso delle materie prime e dei semilavorati la formula è la seguente:

$$\text{Giorni giacenza materie prime} = \frac{\text{Rimanenze finali di materie prime}}{\text{Consumo di materie prime}^{61}} \times 365$$

Nel caso dei prodotti finiti e delle merci la formula è la seguente:

$$\text{Giorni giacenza prodotti finiti} = \frac{\text{Rimanenze di prodotti finiti}}{\text{Costo del venduto}^{62}} \times 365$$

L'analisi della redditività è volta a verificare la capacità dell'impresa di generare nel tempo dei risultati tali da remunerare il capitale.

In generale, gli indici vengono costruiti ponendo al numeratore una configurazione di reddito e al denominatore il capitale che ha concorso alla sua formazione. Occorre tenere presente che reddito e patrimonio sono grandezze non oggettive. Il reddito deve essere interpretato rispetto a vari fattori, ad esempio, il rischio operativo, il livello di indebitamento, il contesto di riferimento e l'orizzonte temporale. Inoltre, il reddito e il patrimonio risentono degli effetti delle politiche contabili che, in fase di redazione del bilancio di esercizio, vengono attuate dagli

⁶¹ Il consumo di materie si calcola nel modo che segue:

$$\text{Consumo di materie prime} = \text{Rimamenze iniziali} + \text{Acquisti} - \text{Rimanenze finali}$$

⁶² Il costo del venduto si calcola sommando al consumo di materie prime i costi di produzione (trasporti, ammortamento, manodopera diretta, ecc.).

amministratori sulle poste soggette ad un maggior grado di discrezionalità, come rimanenze, ammortamenti, accantonamenti e rivalutazioni. Per questo motivo è importante che l'analista vada a verificare la qualità delle informazioni contenute nel bilancio prima di procedere con l'analisi.

I principali indici da analizzare sono il ROE, il ROI e le loro determinanti.

Il ROE (*Return On Equity*) indica la redditività del capitale proprio, cioè la capacità dell'impresa di remunerare adeguatamente coloro che hanno apportato capitale. In formula:

$$ROE = \frac{\text{Risultato di esercizio}}{\text{Patrimonio netto}}$$

È importante che l'impresa assicuri agli investitori un rendimento allineato a quello del settore economico e congruo rispetto a investimenti alternativi caratterizzati dal medesimo rischio.

Per quanto riguarda la costruzione dell'indicatore è bene che il risultato di esercizio al numeratore vada normalizzato nel caso in cui alla sua formazione abbiano concorso delle componenti straordinarie di importo rilevante che porterebbero a sovrastimare o sottostimare il ROE. Inoltre, il patrimonio netto al denominatore può variare nel corso del tempo a causa di variazioni del capitale sociale, accantonamento di utili, utilizzo di riserve. In questo caso è preferibile inserire al denominatore la media aritmetica semplice tra il valore di inizio e di fine periodo.

Il ROE è dato dal prodotto di altri tre indicatori: il grado di indebitamento, il TIGEC e il ROI.

Il grado di indebitamento è dato dal rapporto tra il capitale investito e il patrimonio netto, nel modo che segue:

$$\text{Grado di indebitamento} = \frac{\text{Capitale investito}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Più il suo valore è elevato e più l'azienda è indebitata: se a parità di patrimonio netto aumenta il capitale investito significa che quello viene finanziato con il ricorso al debito.

Il TIGEC (Tasso di incidenza della gestione extracaratteristica) esprime la redditività delle aree di gestione diverse da quella operativa. È espresso dal seguente rapporto:

$$\text{TIGEC} = \frac{\text{Risultato di esercizio}}{\text{Risultato operativo}}$$

In condizioni normali il risultato operativo dovrebbe essere maggiore del risultato di esercizio per via della incidenza della gestione accessoria, finanziaria, straordinaria e tributaria⁶³. Quando il risultato di esercizio è troppo basso rispetto al risultato operativo significa che la redditività della gestione operativa viene assorbita dalla gestione extracaratteristica e in particolare se l'impresa è

⁶³ Si veda la figura 1.6.

eccessivamente indebitata sarà assorbita dagli oneri finanziari. Questa situazione porta ad un peggioramento del ROE.

Il ROI (*Return On Investment*) indica la redditività del capitale investito, cioè, permette di calcolare il rendimento globale per gli investitori, non solo di capitale proprio, generato dalla gestione operativa. In formula:

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Capitale investito}}$$

È un indicatore di efficienza della gestione operativa. In particolare, al denominatore del ROI si dovrebbe considerare solo il capitale investito nella gestione operativa. Se l'analista non dispone di informazioni sufficienti che gli permettono di operare la distinzione tra capitale investito nella gestione operativa ed accessoria o quando non è rilevante tale distinzione per via della scarsa incidenza della gestione accessoria, è più corretto calcolare il ROI globale o ROA (*Return On Assets*), nel modo che segue:

$$ROA = \frac{\text{Reddito operativo globale}}{\text{Capitale investito globale}}$$

Anche il ROI può essere scomposto in due determinanti: il ROS e l'indice di produttività del capitale investito.

Il ROS (*Return On Sales*) indica la redditività sulle vendite, cioè quanto residua dai ricavi di vendita sottratti i costi operativi sostenuti per realizzarli. In formula:

$$ROS = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Ricavi di vendita}}$$

Più il rapporto è elevato e più l'impresa ha la capacità di trattenere parte dei ricavi. Per aumentare il ROS l'impresa può agire sui ricavi cercando di aumentare i prezzi di vendita, se il mercato lo permette, oppure a parità di ricavi l'impresa riesce ad essere più efficiente riducendo i costi operativi.

L'indice di produttività del capitale investito “misura la capacità dell'azienda di generare ricavi sulla base di un dato capitale investito, calcolando il numero delle volte in cui tale capitale viene recuperato mediante le vendite”⁶⁴. È espresso dal seguente rapporto:

$$\text{Indice di produttività del capitale investito} = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Capitale investito}}$$

L'impresa, a parità di capitale investito, aumenta la produttività dello stesso se aumenta i ricavi incrementando i volumi di vendita, pur riducendo il margine sulle vendite.

Il ROS e l'indice di produttività del capitale investito possono essere indicatori antitetici: più il margine sulla singola vendita è elevato e meno l'impresa sarà veloce nella rotazione del capitale e viceversa. Il giusto equilibrio dipende dal modello di *business* dell'impresa e dal tipo dei prodotti offerti sul mercato.

Conclusa l'analisi per indici, che, come detto in precedenza, è di tipo statico, si passa all'analisi per flussi, un'analisi dinamica, che si sostanzia nella redazione

⁶⁴ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2016, p. 137.

e nell'esame del rendiconto finanziario. La tematica è oggetto del secondo capitolo, al quale si rimanda.

1.4.2 Controllo di gestione

Il controllo di gestione può essere definito come “un sistema di strumenti, processi, ruoli e soluzioni informali mirante a indurre comportamenti individuali e organizzativi in linea con il raggiungimento degli obiettivi aziendali”⁶⁵. Il controllo di gestione permette infatti di monitorare e supportare l'attività decisionale grazie alle informazioni che i suoi strumenti forniscono alla direzione aziendale; permette di coordinare le attività di gestione grazie alla definizione di obiettivi e alla verifica del loro grado di raggiungimento; permette di responsabilizzare le persone chiamate a raggiungere gli obiettivi e di orientare il loro comportamento in modo da renderlo coerente con la missione aziendale, svolgendo anche una funzione motivazionale dove gli obiettivi siano condivisi; permette di apprendere grazie al confronto tra i risultati raggiunti e quelli programmati, all'analisi degli scostamenti e delle loro cause; infine, permette di diffondere una cultura meritocratica all'interno delle imprese⁶⁶.

Il controllo di gestione è quindi un'attività di guida e di governo del sistema azienda che consente ai *manager*, ai vari livelli, di verificare che la gestione si stia

⁶⁵ A. RICCABONI, *Metodologie e strumenti per il controllo di gestione*, Knowità, Arezzo, 2018, p. 14.

⁶⁶ L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 11-12.

svolgendo rispettando le condizioni di efficienza e di efficacia e di monitorare il raggiungimento degli obiettivi di breve periodo, coerenti con quelli di lungo periodo definiti in sede di pianificazione strategica.

Il controllo di gestione fa parte del più ampio sistema di pianificazione, programmazione e controllo. La pianificazione è un'attività che si sviluppa nel lungo periodo e si sostanzia nella definizione degli obiettivi di lungo termine (tre o cinque anni) formalizzati nel piano industriale⁶⁷. La programmazione consente di declinare gli obiettivi di lungo termine ad intervalli di tempo più brevi, in obiettivi specifici il cui raggiungimento è demandato alle singole aree aziendali. Il controllo verifica la coerenza degli obiettivi di breve con quelli di lungo termine e garantisce la costante verifica del grado di rispondenza dei risultati conseguiti attraverso la gestione aziendale con gli obiettivi di breve periodo e nel caso di disallineamenti permette di intraprendere tempestivamente delle azioni correttive.

Il sistema di pianificazione, programmazione e controllo, se correttamente impostato e implementato, permette quindi di orientare la gestione alla previsione delle dinamiche future e alla prevenzione dei relativi effetti, per questo motivo risulta funzionale alla rilevazione tempestiva della crisi⁶⁸.

⁶⁷ Per approfondimenti sul piano industriale si vedano, per esempio, P. MAZZOLA, *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Egea, Milano, 2013 e A. PANIZZA, *Piano industriale e finanziario*, Ipsoa, Milano, 2022.

⁶⁸ Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, D.lgs. 14/2019, ha introdotto il secondo comma all'articolo 2086 del Codice civile, il quale dispone che "l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva

Il sistema di controllo di gestione⁶⁹ si articola in due dimensioni: la dimensione materiale e la dimensione immateriale.

La dimensione immateriale fa riferimento al ruolo assegnato al controllo dai vertici aziendali e alle modalità con cui il sistema di controllo viene gestito.

La dimensione materiale si articola a sua volta nella dimensione statica e dinamica. La dimensione statica comprende le soluzioni organizzative, ossia l'insieme delle responsabilità economiche e la loro distribuzione nell'organizzazione e le soluzioni informative, ossia gli strumenti attraverso i quali il sistema di programmazione e controllo raccoglie, elabora e distribuisce le informazioni (comprende la struttura informativo-contabile, la struttura informativa extra-contabile e la strumentazione tecnico-informativa). La dimensione dinamica riguarda il processo di controllo, ossia le attività da porre in essere per fornire ai *manager* le informazioni necessarie per prendere decisioni coerenti con gli obiettivi aziendali (meccanismi di *feed-back* e di *feed-forward*).

della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale". Il sistema di pianificazione, programmazione e controllo è un componente fondamentale dell'assetto amministrativo. Per approfondimenti sulla tematica degli adeguati assetti per gestire la crisi di impresa si veda A. PANIZZA, *Crisi e adeguati assetti per la gestione d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2020.

⁶⁹ Per approfondimenti sul controllo di gestione si vedano, ad esempio, P. BASTIA, *Sistemi di pianificazione e controllo*, Il Mulino, Bologna, 2001, L. BRUSA, *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano, 2012, A. RICCABONI, *Metodologie e strumenti per il controllo di gestione*, Knowità, Arezzo, 2018, L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, M.S. CHIUCCHI, G. IACOVIELLO, A. PAOLINI, *Controllo di gestione: strutture, processi, misurazioni*, Giappichelli, Torino, 2021.

In particolare, si focalizza l'attenzione sulle soluzioni informative, in modo specifico sulla struttura informativo-contabile del controllo che si compone dei seguenti elementi: la contabilità analitica, il *budget* e il sistema di *reporting*.

La contabilità analitica è uno strumento mediante il quale sono raccolte ed elaborate informazioni di tipo quantitativo-monetario a supporto delle decisioni del *management*. Insieme alla contabilità generale fa parte della contabilità gestionale dell'impresa.

Le principali differenze tra la contabilità generale e la contabilità analitica sono riportate sinteticamente di seguito.

Figura 1.10 – Principali differenze tra contabilità generale e contabilità analitica.

	CONTABILITÀ GENERALE	CONTABILITÀ ANALITICA
FINALITÀ	Misurazione del reddito e determinazione del capitale di funzionamento	Rielaborazione dei dati di costo e di ricavo per l'attività decisionale e di controllo di gestione
OGGETTO	Fatti di gestione aventi manifestazione numeraria e relativi a scambi di mercato	Utilizzo dei fattori produttivi nei processi interni
EPOCA DI RIFERIMENTO	Passato	Passato e futuro
CLASSIFICAZIONE COSTI E RICAVI	Natura	Natura, destinazione e secondo criteri utili per le decisioni
DESTINATARI	Soggetti esterni	Soggetti interni
TIPOLOGIA DI RILEVAZIONE	Contabile	Contabile ed extra-contabile
PRECISIONE E TEMPESTIVITÀ	Dati precisi, prima ancora che tempestivi	Dati tempestivi, prima ancora che precisi
TENUTA	Obbligatoria	Non obbligatoria

Fonte: elaborazione personale.

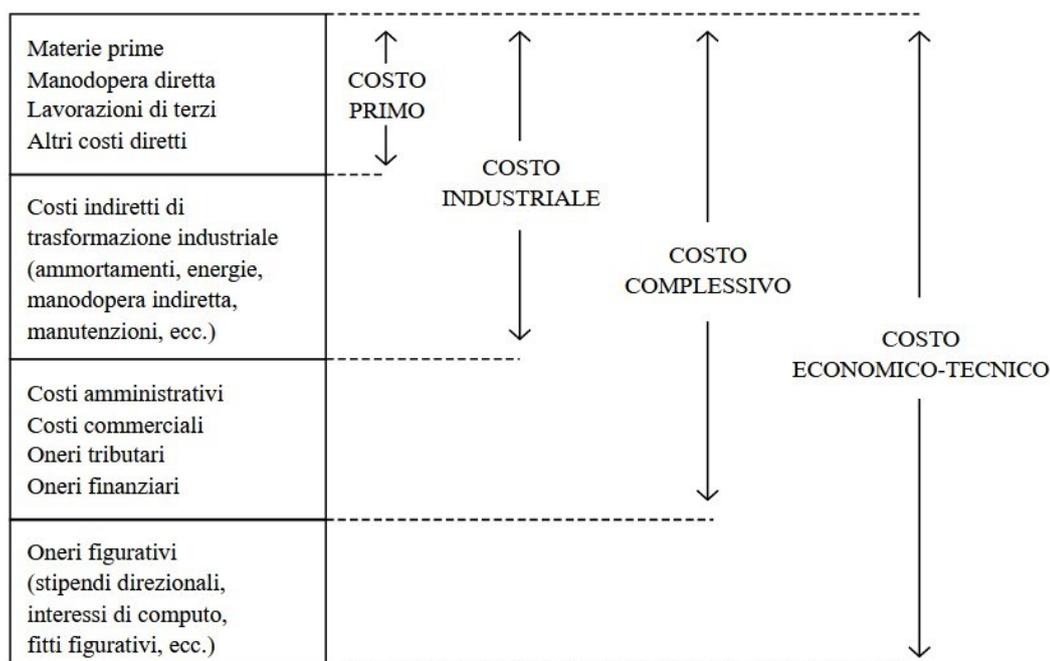
Le informazioni prodotte dalla contabilità analitica riguardano costi, ricavi e risultati economici differenziali di particolari oggetti (oggetti di costo) individuabili nell'ambito del sistema aziendale, come prodotti, linee di prodotti, reparti, clienti, aree geografiche, canali distributivi, processi gestionali, ecc.

Inoltre, le esigenze conoscitive che si manifestano in azienda possono essere le più varie e per questo le informazioni quantitativo-monetary prodotte saranno diverse anche in relazione al grado di dettaglio, accuratezza e tempestività che si intende garantire. Anche con riferimento ad uno stesso oggetto di costo possono manifestarsi esigenze conoscitive diverse che portano ad elaborare informazioni di costo differenti: per uno stesso oggetto di costo possono essere individuate diverse configurazioni di costo a seconda degli elementi di costo considerati⁷⁰.

Le diverse configurazioni di costo sono di seguito riportate.

⁷⁰ Occorre precisare che in contabilità analitica i costi dei diversi oggetti sono espressione del consumo dei fattori produttivi. A differenza della contabilità generale, in contabilità analitica devono essere considerati anche quei costi che contribuiscono all'ottenimento e/o funzionamento dell'oggetto, ma non hanno manifestazione numeraria, ossia i costi figurativi (interessi figurativi, compenso direzionale e fitti figurativi). Inoltre, in contabilità analitica si considerano solo i costi e i ricavi della gestione caratteristica e sono quindi esclusi quelli di natura straordinaria, al contrario di quanto avviene nella contabilità generale.

Figura 1.11 – Le configurazioni di costo.



Fonte: elaborazione personale.

Per quanto riguarda le metodologie di calcolo dei costi, le tecniche che possono essere impiegate sono riconducibili ai sistemi a costo variabile (*variable costing systems*) e ai sistemi a costo pieno (*full costing systems*).

I sistemi a costo variabile assegnano all'oggetto di costo i soli costi variabili e diretti necessari al suo ottenimento, consentendo di giungere a una configurazione di costo parziale, ma oggettiva. Questa tecnica è rilevante per i processi decisionali di breve periodo. Inoltre, i sistemi a costo variabile consentono di determinare il margine di contribuzione, cioè il contributo che l'oggetto di calcolo fornisce alla copertura dei costi fissi aziendali e alla generazione di reddito operativo. Nello

specifico si ottengono due diversi tipi di margine di contribuzione: il margine di contribuzione lordo (si ottiene dalla differenza tra i ricavi e i costi variabili associati all'oggetto di calcolo) e il margine di contribuzione semilordo (si ottiene sottraendo dal margine di contribuzione lordo i costi fissi diretti).

I sistemi a costo pieno assegnano all'oggetto di costo tutti i costi diretti e indiretti necessari al suo ottenimento, consentendo di giungere a una configurazione di costo completa, ma dotata di minore oggettività, poiché vi è la necessità di scegliere la base di riparto⁷¹ per attribuire la quota dei costi indiretti all'oggetto di costo⁷². Questa tecnica è rilevante per i processi decisionali di lungo periodo.

Il *budget* rappresenta lo strumento fondamentale della programmazione che consente di formalizzare le politiche aziendali che devono essere attuate nell'ambito delle scelte strategiche effettuate, offrendo ai diversi responsabili dei punti di riferimento per lo svolgimento della propria attività e permette di esplicitare a tutti i componenti dell'organizzazione gli obiettivi da perseguire.

Il *budget* riguarda tutta l'organizzazione aziendale e al tempo stesso è articolato per le diverse aree organizzative: infatti, le politiche definite in fase di

⁷¹ La scelta della base di riparto dovrebbe essere ispirata al principio funzionale, cioè la base deve esprimere il legame di causa-effetto tra il consumo del fattore produttivo e il costo attribuito all'oggetto di costo. Dove questo non è possibile si può utilizzare il principio della capacità di assorbimento, cioè la base viene scelta basandosi su quanto l'oggetto di costo assorbe i costi e il principio convenzionale, cioè si sceglie una base che per convenzione è utile per ripartire i costi agli oggetti di costo.

⁷² Per un approfondimento ed un esempio sul procedimento di ripartizione si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 138-140.

programmazione si differenziano in relazione ai diversi aspetti della gestione e per questo motivo è necessario che i vari *budget* che le esplicitano devono essere tra loro coordinati.

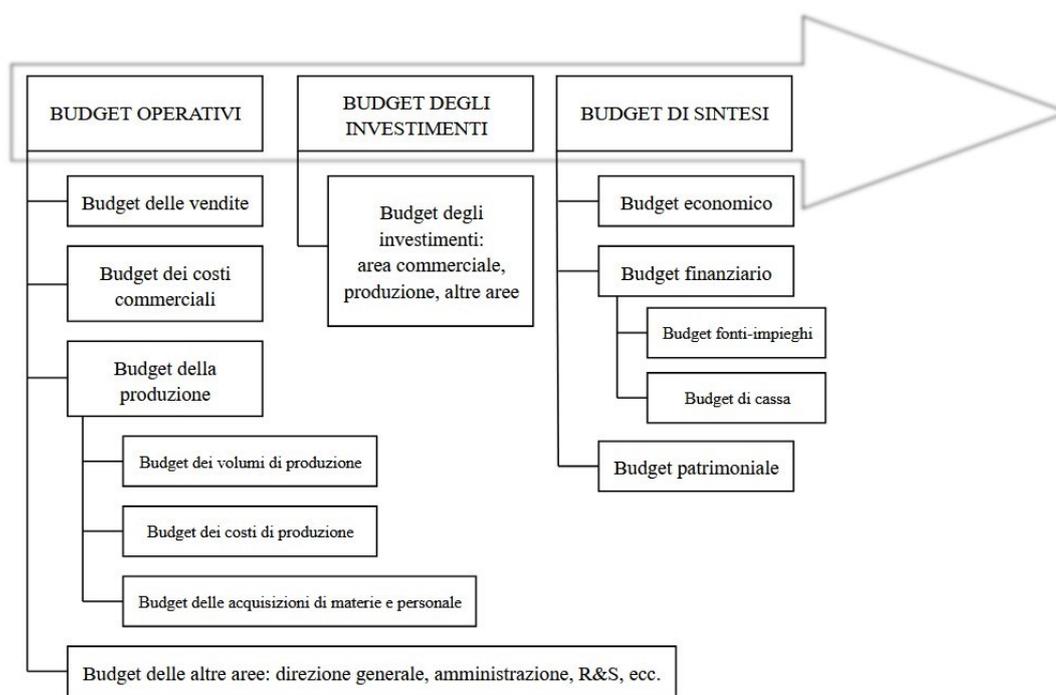
Inoltre, il *budget* copre un predefinito arco temporale, generalmente l'esercizio, ma è utile articularlo in periodi infrannuali con lo scopo di offrire una guida più efficace ai *manager* che nel corso dell'esercizio verificano il raggiungimento degli obiettivi intermedi funzionale al raggiungimento degli obiettivi annuali e nel caso in cui questo non sia verificato di attuare le opportune azioni correttive.

Il *budget* è espresso in termini quantitativo-monetari e permette di verificare l'impatto economico-finanziario dei programmi di azione definiti in sede di pianificazione.

Infine, il *budget* deve essere considerato come uno strumento flessibile che deve essere modificato nel caso in cui le azioni poste in essere per raggiungere gli obiettivi non siano idonee o nel caso in cui gli obiettivi fissati non siano più compatibili con le mutate condizioni del contesto esterno e dell'azienda. In questo senso il *budget* rappresenta uno strumento di programmazione e di motivazione e non solo uno strumento di verifica del raggiungimento degli obiettivi.

Dal punto di vista tecnico-contabile esistono tre tipologie di *budget*: i *budget* operativi, il *budget* degli investimenti e i *budget* di sintesi.

Figura 1.12 – Schema di costruzione del budget.



Fonte: MARCHI L., MARASCA S., CHIUCCHI M.S., *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 269.

La costruzione del *budget* deve necessariamente partire dalla predisposizione dei *budget* operativi poiché in essi sono contenute le informazioni di base da impiegare ai fini della costruzione del *budget* degli investimenti e dei *budget* di sintesi.

I *budget* operativi rappresentano i programmi d'azione relativi alla gestione operativa caratteristica e sono normalmente articolati per centri di responsabilità⁷³.

⁷³ I centri di responsabilità corrispondono a unità organizzative, caratterizzate da un'omogeneità gestionale in termini di fattori impiegati, operazioni effettuate e/o conoscenze richieste, in cui il titolare è ritenuto responsabile del conseguimento di uno specifico insieme di risultati e dell'uso di determinati fattori produttivi. Ad ogni responsabile vengono assegnati degli obiettivi di breve periodo coerenti con quelli aziendali. Le tipologie tradizionali di centri di responsabilità sono le seguenti: centri di costo, centri di spesa, centri di ricavo, centri di profitto e centri di investimento.

In sintesi⁷⁴, il *budget* delle vendite riepiloga gli obiettivi in termini di volumi di vendita, prezzi e mix di vendita e rappresenta l'*input* dell'intero processo di *budgeting*. Il *budget* dei costi commerciali fornisce una quantificazione monetaria alle attività dell'area commerciale per la commercializzazione dei prodotti inseriti nel *budget* delle vendite, a cui è strettamente collegato. Deve necessariamente contenere i costi di promozione e pubblicità, i costi di vendita e quelli di distribuzione. Il *budget* della produzione si articola nel *budget* dei volumi di produzione (sintetizza il volume di produzione che dovrà essere realizzato per far fronte alle previsioni di vendita definite nel *budget* delle vendite), nel *budget* dei costi di produzione (sintetizza i costi delle risorse da impiegare per la realizzazione del volume di produzione programmato) e nel *budget* delle acquisizioni di materie e personale (sintetizza la quantità di materie prime e semilavorati e le unità di risorse umane da acquisire e i costi da sostenere per realizzare il volume di produzione programmato). Infine, i *budget* delle altre aree riguardano la direzione generale, la ricerca e sviluppo, l'amministrazione, il *marketing* e le risorse umane, ossia aree caratterizzate dalla prevalenza di costi discrezionali e vincolati.

Il *budget* degli investimenti ha la finalità di programmare gli investimenti in fattori a fecondità ripetuta impiegati per lo svolgimento del processo produttivo.

Per approfondimenti si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 76-81.

⁷⁴ Per approfondimenti sui *budget* operativi si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 267-315.

Per la natura dei fattori della produzione in esso contenuti, il *budget* degli investimenti ha come riferimento una prospettiva temporale pluriennale. Inoltre, accoglie le decisioni di investimento di tutte le aree aziendali ed è strettamente collegato con i *budget* operativi che lo alimentano. Oltre a ciò, è necessario che vi sia uno stretto collegamento e coerenza con il piano degli investimenti aziendali che sintetizza i programmi di investimento relativi ad aspetti strategici della gestione. Infine, il *budget* degli investimenti ha un impatto sui *budget* di sintesi poiché nel *budget* economico sono rilevati gli ammortamenti che riguardano i fattori a fecondità ripetuta, nel *budget* finanziario si verifica la copertura finanziaria degli investimenti e nel *budget* patrimoniale si vede l'effetto che l'acquisizione o la dismissione di fattori a fecondità ripetuta ha sul patrimonio aziendale⁷⁵.

I *budget* di sintesi concludono il processo di *budgeting*. Essi sono dei veri e propri bilanci preventivi nei quali sono sintetizzati gli effetti economici, finanziari e patrimoniali dei programmi d'azione definiti nei *budget* operativi e nel *budget* degli investimenti. La struttura dei *budget* di sintesi e le scadenze temporali in cui devono essere prodotti vengono definiti da ogni organizzazione in base alle proprie esigenze informative.

⁷⁵ Per approfondimenti sul *budget* degli investimenti e sulla sua struttura e costruzione si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 318-322.

Il *budget* economico è un conto economico preventivo in cui sono riepilogati i costi e i ricavi del periodo di *budget*. Per la sua costruzione possono essere utilizzate diverse configurazioni: il *budget* economico per aree gestionali, a margine di contribuzione, a margine industriale e a valore aggiunto⁷⁶.

Il *budget* finanziario mette in evidenza le implicazioni finanziarie delle attività che saranno realizzate nell'anno di *budget*, in particolare, quantifica le risorse finanziarie necessarie per l'anno di *budget* e verifica la fattibilità finanziaria dei programmi. Il *budget* finanziario si articola nel *budget* delle fonti e degli impieghi e nel *budget* di cassa. Il *budget* delle fonti e degli impieghi ha tre importanti funzioni: in primo luogo, valuta a preventivo la formazione e la dinamicità dell'equilibrio finanziario dell'impresa, cioè la capacità di far fronte agli investimenti e al rimborso di passività con convenienti mezzi finanziari; in secondo luogo, collega la gestione economico-reddituale con quella finanziaria ed evidenzia la capacità dell'azienda non solo di creare nuova ricchezza, ma di renderla monetariamente disponibile; infine, fa emergere l'apporto dato dalle diverse gestioni (operativa, di investimento e di finanziamento) alla generazione e assorbimento di risorse finanziarie. Il *budget* di cassa sintetizza i flussi di cassa in entrata e in uscita previsti per il periodo di *budget*. In particolare, permette di verificare in anticipo le disponibilità di mezzi liquidi per fronteggiare le uscite

⁷⁶ Per approfondimenti sul *budget* economico si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 323-328.

considerando periodi di tempo infrannuali⁷⁷ e consente di prevedere l'entità degli oneri e dei proventi finanziari⁷⁸.

Il *budget* patrimoniale sintetizza il patrimonio dell'azienda al termine del periodo di *budget*. Ad esso si perviene sommando o sottraendo ai valori accolti nello stato patrimoniale iniziale, i valori accolti nel *budget* delle fonti e degli impieghi. Per la sua costruzione possono essere utilizzare diverse configurazioni: la configurazione riconducibile ai dettami civilistici, il criterio di pertinenza gestionale e il criterio finanziario⁷⁹.

Le scelte definite in sede di redazione del *budget* devono poi essere verificate mediante il confronto tra i risultati ottenuti a consuntivo e i valori programmati a *budget*. Lo strumento di controllo che permette questo confronto è l'analisi degli scostamenti⁸⁰.

Il sistema di *reporting* può essere inteso come l'insieme delle informazioni riferite a variabili chiave di controllo destinate alla comunicazione interna per il controllo di gestione. Le informazioni sono contenute in documenti, i *report*, che a

⁷⁷ Il *budget* delle fonti e degli impieghi può mostrare una situazione in cui nell'anno il flusso di cassa sia positivo, ma se le entrate e le uscite si manifestassero in periodi diversi, in certi periodi dell'anno potrebbero verificarsi delle situazioni di deficit di liquidità. Il *budget* di cassa, confrontando entrate e uscite in periodi di tempo infrannuali (ad esempio, su base mensile), permette di verificare l'esistenza di tensioni monetarie nei vari periodi alle quali porre rimedio in via preventiva. Per questo motivo il *budget* di cassa assume un ruolo di rilievo nell'ambito delle norme della crisi di impresa.

⁷⁸ Per approfondimenti sul *budget* finanziario si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 328-333.

⁷⁹ Per approfondimenti sul *budget* patrimoniale si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 333-334.

⁸⁰ Per approfondimenti si veda L. MARCHI, S. MARASCA, M.S. CHIUCCHI, *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 363-378.

seconda della periodicità con cui vengono prodotti si distinguono in *report* periodici, su richiesta dei destinatari e *flash report*. I *report* si distinguono anche a seconda della tipologia di informazioni in essi contenute: si hanno *report* per l'interno/esterno, *report* quantitativi/descrittivi, *report* basati su dati interni/esterni, *report* generali/analitici e *report* di pianificazione e controllo.

Inoltre, i *report* si distinguono in *report* di controllo direzionale, *report* di controllo operativo e *report* di controllo strategico. I *report* di controllo direzionale forniscono informazioni sull'andamento della gestione passata e sulle tendenze evolutive in atto e contengono dati quantitativo-monetari. I *report* di controllo operativo sono più analitici e forniscono informazioni in merito agli aspetti fisico-tecnici della gestione aziendale. I *report* di controllo strategico forniscono informazioni generali di supporto a decisioni non strutturate.

Infine, occorre segnalare che, diversamente a quanto avveniva in passato, si è compreso che il successo di un'azienda non può essere misurato esclusivamente in termini di capacità di generare un risultato economico o un flusso di cassa positivo, in quanto esistono altre dimensioni ugualmente determinanti come la dimensione organizzativa, competitiva, tecnologica, ambientale e sociale. Da questi presupposti, Kaplan e Norton hanno progettato lo strumento della *Balanced Scorecard*, definita dagli stessi Autori come un sistema di misurazione della *performance*, multidimensionale e integrato, focalizzato sulla strategia aziendale, sulle esigenze concorrenziali e sulle competenze distintive dell'organizzazione. La

Balanced Scorecard, grazie a degli indicatori, dovrebbe consentire all'alta direzione di misurare i risultati conseguiti attraverso l'implementazione della strategia e di supportare i processi decisionali aventi ad oggetto la strategia aziendale⁸¹.

In conclusione, la presenza nelle aziende di un sistema di *budgeting e reporting* favorisce la formazione della cultura aziendale di prevenzione della crisi in quanto si richiede il coinvolgimento di tutti i centri di responsabilità e di tutte le funzioni aziendali, si ha una valutazione anticipata degli effetti economici, patrimoniali e finanziari che derivano dalle scelte strategiche effettuate, si ha un bilanciamento delle risorse assegnate alle diverse funzioni aziendali con gli obiettivi da raggiungere e grazie alla circolazione delle informazioni in azienda è possibile correggere tempestivamente eventuali scostamenti rispetto a quanto programmato.

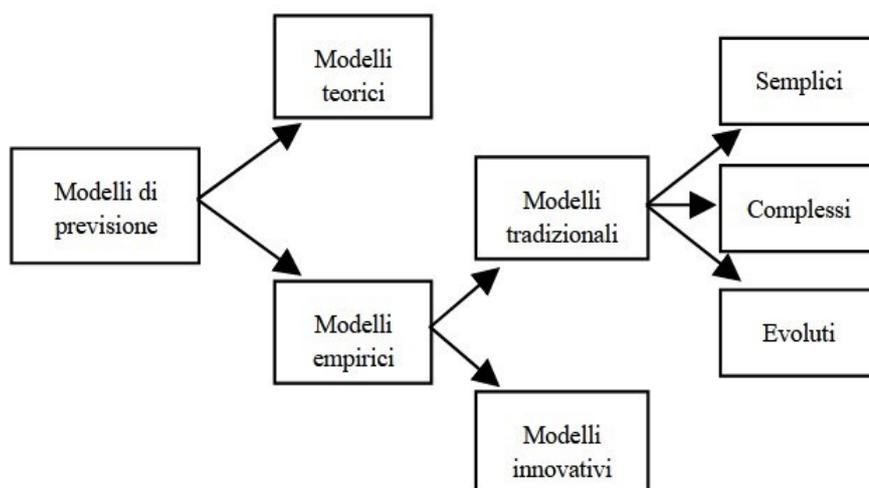
1.4.3 Modelli di previsione della crisi aziendale

I modelli di previsione delle crisi aziendali, noti come “modelli di previsione delle insolvenze” o “modelli di *scoring*”, nascono a seguito del crollo della borsa di Wall Street, nel 1929, dovuto alla crisi del sistema bancario, per rispondere all'esigenza degli intermediari di avere a disposizione degli strumenti che potessero valutare l'affidabilità delle imprese a cui concedere credito e diagnosticare in anticipo i primi segnali di crisi.

⁸¹ Per approfondimenti sulla *Balanced Scorecard* si veda S. MARASCA, C. CATTANEO, *Il sistema di controllo strategico: evoluzione, finalità, strumenti*, Giappichelli, Torino, 2021, pp. 285-305.

I modelli di previsione si distinguono in modelli teorici ed empirici. I modelli empirici a loro volta si distinguono in modelli tradizionali e innovativi. I modelli tradizionali possono essere semplici, complessi o evoluti⁸².

Figura 1.13 – I diversi modelli di previsione degli stati di crisi.



Fonte: adattamento di Poddighe F., Madonna S., I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, Milano, 2006, p.64.

Principalmente, in questo lavoro verranno analizzati il modello di Altman e il modello di Alberici⁸³, entrambi appartenenti ai modelli empirici, tradizionali ed

⁸² Per approfondimenti si veda F. Poddighe, S. Madonna, *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006.

⁸³ Per l'analisi di ulteriori modelli proposti in letteratura si veda C. Teodori, *Modelli di previsione nell'analisi economico-aziendale*, Giappichelli, Torino, 1989 e F. Poddighe, S. Madonna, *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006. Per l'analisi di un modello di previsione della crisi d'impresa relativo alle imprese italiane che redigono il bilancio in forma abbreviata si veda S. Poli, *I modelli di previsione della crisi d'impresa. La prospettiva esterna mediante i bilanci in forma abbreviata*, Giappichelli, Torino, 2020.

evoluti che “sono ottenuti, in prevalenza, dall’opportuna combinazione della tradizionale analisi di bilancio e di particolari metodiche matematico-statistiche”⁸⁴.

Infatti, i modelli tradizionali evoluti, grazie all’introduzione della statistica, sono nati con la finalità di superare i limiti dell’analisi di bilancio, ossia un’eccessiva soggettività nell’interpretazione degli indicatori e il possesso di competenze specifiche economico-aziendali per una corretta valutazione delle condizioni dell’azienda. In particolare, i modelli evoluti utilizzano due tecniche statistiche: l’analisi univariata e l’analisi multivariata.

L’analisi univariata, in sintesi, applica alla tecnica dell’analisi di bilancio delle metodologie statistiche unidimensionali, cioè, pone l’attenzione su una sola variabile, un indice di bilancio, e in base al valore assunto sarà possibile classificare l’azienda come “sana” o “insolvente”⁸⁵.

L’analisi multivariata applica alla tecnica dell’analisi di bilancio delle metodologie statistiche multidimensionali, in particolare l’analisi discriminante che “è una tecnica statistica utilizzata per classificare un elemento in uno dei due o più gruppi definiti a priori in base alle sue caratteristiche osservate”⁸⁶. Questa tecnica permette di analizzare l’intero profilo dell’azienda riducendo un insieme di variabili

⁸⁴ A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d’impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 142.

⁸⁵ Per approfondimenti si veda F. Poddighe, S. Madonna, *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006, pp. 149-206.

⁸⁶ C. Teodori, *Modelli di previsione nell’analisi economico-aziendale*, Giappichelli, Torino, 1989, p.14.

indipendenti ad un'unica misura che diventerà l'elemento fondamentale per classificare l'impresa nel gruppo delle imprese "sane" o "anomale"⁸⁷.

Il modello di Altman, conosciuto come "Z Score", utilizza l'analisi di bilancio per indici insieme all'analisi discriminante multivariata per prevenire le insolvenze.

La prima elaborazione del modello risale al 1968, dove Altman, per la definizione del campione di stima, ha individuato 66 aziende di medio-grandi dimensioni, quotate ed appartenenti al settore manifatturiero. L'Autore ha poi suddiviso le aziende del campione in due gruppi: il primo composto da 33 imprese insolventi⁸⁸, il secondo composto da 33 aziende sane. In questo modo a ciascuna azienda fallita ne era associata una sana. Altman ha poi elaborato una funzione lineare con cinque variabili indipendenti, corrispondenti ad indici di bilancio, a ciascuna delle quali ha attribuito un peso ponderale⁸⁹.

La funzione discriminante Z è espressa dalla seguente formula:

$$Z = 0,012x_1 + 0,014x_2 + 0,033x_3 + 0,006x_4 + 0,999x_5$$

Le cinque variabili indipendenti scelte da Altman sono le seguenti:

⁸⁷ Per approfondimenti sull'analisi discriminante si veda C. TEODORI, *Modelli di previsione nell'analisi economico-aziendale*, Giappichelli, Torino, 1989, pp. 13-24.

⁸⁸ Per le imprese era stata emanata la sentenza dichiarativa di fallimento tra il 1946 e il 1965.

⁸⁹ "In buona sostanza, per ogni variabile è stato definito un peso ponderale che permettesse di amplificare ulteriormente le differenze tra aziende in normali condizioni di equilibrio e quelle in situazione di dissesto già evidenziate dagli indicatori di bilancio inclusi nel modello". F. Poddighe, S. Madonna, *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006, pp.223-224.

$$x_1 = \frac{\text{Capitale circolante netto}}{\text{Capitale investito}}^{90}$$

$$x_2 = \frac{\text{Utile cumulati e non distribuiti}}{\text{Capitale investito}}^{91}$$

$$x_3 = \frac{\text{Reddito al lordo degli oneri finanziari e delle imposte}}{\text{Capitale investito}}^{92}$$

$$x_4 = \frac{\text{Valore di mercato del patrimonio netto}}{\text{Valore contabile dei debiti totali}}^{93}$$

$$x_5 = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Capitale investito}}^{94}$$

Le variabili indipendenti vanno sostituite nell'equazione per risolverla e trovare il valore di Z, definito *score* o punteggio. Questo valore deve poi essere confrontato con il punto critico (*cut off*) che permette di classificare l'azienda come sana o insolvente. Altman ha individuato, in base ad una serie di test, il punto critico del modello pari a 2,675: le aziende che ottengono un punteggio superiore al punto critico sono potenzialmente sane e le aziende che ottengono un punteggio inferiore al punto critico possono incorrere in un possibile fallimento.

⁹⁰ Secondo Altman, in una situazione di crisi il valore assunto dall'indice è particolarmente basso, in quanto le perdite subite dell'azienda incidono sul capitale circolante netto.

⁹¹ Questo indice mostra la capacità di autofinanziamento dell'impresa. Per le imprese in difficoltà, o per quelle di nuova costituzione il valore dell'indicatore sarà basso.

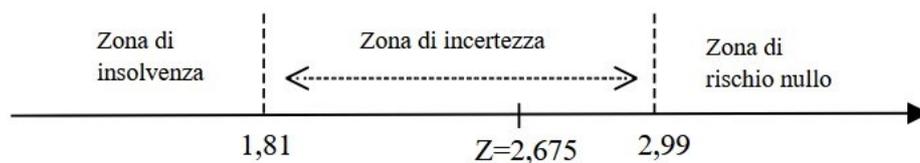
⁹² L'indice misura la capacità dell'impresa di remunerare il capitale investito nella stessa, grazie ai risultati conseguiti nella gestione ordinaria, accessoria e straordinaria. Per le aziende in crisi il valore assunto dall'indice sarà basso o negativo.

⁹³ L'indice misura quanto il valore di mercato delle azioni può diminuire prima che le passività eccedano sulle attività. Valori bassi del rapporto sono un segnale di crisi.

⁹⁴ L'indice misura il numero delle volte in cui il capitale investito viene recuperato mediante le vendite. Per le imprese in crisi l'indice assume valori bassi.

Inoltre, l'Autore ha individuato una zona di incertezza (*grey area*) in corrispondenza della quale si hanno delle perplessità nella classificazione di un'azienda come sana o insolvente, essendo che, durante i test, delle aziende venivano erroneamente classificate applicando il modello statistico. I parametri che delimitano la zona di incertezza sono pari a 2,99 per il limite superiore e 1,81 per il limite inferiore.

Figura 1.14 – Il punto critico e i valori della zona di incertezza del modello Z Score.



Fonte: adattamento di PODOGHE F., MADONNA S., *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006, p.233.

Le aziende con un punteggio superiore a 2,99 sono considerate sane, le aziende con un punteggio inferiore a 1,81 sono considerate insolventi, mentre per le aziende che ottengono un punteggio compreso tra i due valori sono necessarie ulteriori indagini per poterle classificare.

È stato riscontrato come il modello riclassifichi correttamente il 95% delle aziende se nella funzione discriminante vengono sostituiti i valori dell'esercizio precedente al fallimento e la percentuale scende al 72% con i dati del secondo anno precedente al fallimento. A partire dal terzo anno antecedente il fallimento, il

modello non permette di formulare delle previsioni attendibili in quanto presenta un livello di accuratezza del 48%.

Nel 1993 Altman decide di modificare il modello dello *Z Score* in modo da renderlo utilizzabile anche per le imprese non quotate.

La correzione effettuata riguarda in particolare la variabile x_4 dove il dato al numeratore (valore di mercato del patrimonio netto), indisponibile per le imprese non quotate, è stato sostituito con il valore contabile del patrimonio netto. Questa sostituzione ha comportato anche una nuova stima dei pesi di ponderazione. Il modello adattato per le società non quotate prende il nome di “*Z' Score*”.

La nuova funzione discriminante Z' è espressa dalla seguente formula:

$$Z' = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,420x_4 + 0,998x_5$$

Un'ulteriore modifica ha riguardato i parametri che delimitano la zona di incertezza che è stata estesa: il limite superiore passa da 2,99 a 2,90 e il limite inferiore passa da 1,81 a 1,23. Il punto critico rimane invariato a 2,675.

Per quanto riguarda la capacità predittiva, lo *Z' Score* permette di classificare correttamente il 90,9% delle aziende sane e il 97% delle aziende fallite con i valori dell'esercizio precedente al fallimento.

Nel 1995 Altman ha effettuato ulteriori modifiche al modello *Z Score* adattandolo per le aziende non manifatturiere e per i mercati emergenti.

Il nuovo modello, chiamato “Z” *Score*”, vede l’eliminazione della variabile x_5 ⁹⁵ e una nuova stima dei pesi di ponderazione.

La nuova funzione discriminante Z’’ è espressa dalla seguente formula:

$$Z'' = 6,56x_1 + 3,26x_2 + 6,72x_3 + 1,05x_4$$

Anche in questo caso la zona di incertezza è stata estesa: il limite superiore è pari a 2,60 e il limite inferiore è pari a 1,10.

Il modello di Alberici è stato elaborato nel 1975 e, come il modello di Altman, utilizza l’analisi di bilancio per indici insieme all’analisi discriminante multivariata per prevenire le insolvenze. L’Autore è il primo ad elaborare un modello di previsione a partire da un campione di 42 imprese italiane: 21 imprese fallite⁹⁶ e 21 imprese sane. Le aziende appartengono a diversi settori economici e sono dimensionalmente diverse. Per ogni impresa fallita Alberici ne individua una sana con le stesse caratteristiche.

Analizzando i bilanci relativi ai cinque anni precedenti il fallimento, l’Autore ha riscontrato delle differenze tra aziende sane e insolventi, di seguito sintetizzate⁹⁷:

1. le aziende sane sono caratterizzate da un grado di liquidità maggiore;
2. i magazzini sono più consistenti nelle aziende anomale;

⁹⁵ La variabile $x_5 = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Capitale investito}}$ è influenzata dalle caratteristiche del settore in cui opera l’azienda.

⁹⁶ Alberici ha selezionato delle aziende fallite tra il 1962 e il 1972, ma i cui bilanci hanno mantenuto la caratteristica di funzionamento nei cinque anni precedenti il fallimento.

⁹⁷ C. TEODORI, *Modelli di previsione nell’analisi economico-aziendale*, Giappichelli, Torino, 1989, p.134.

3. le aziende sane sono (in percentuale sul totale attivo) meno immobilizzate delle anomale;
4. le aziende anomale sono più indebitate verso il sistema bancario;
5. l'indebitamento verso fornitori è assai elevato nelle aziende anomale;
6. la misura dell'indebitamento è un'ottima discriminatrice fra aziende sane e fallite;
7. i mezzi propri delle aziende sane sono, a parità di dimensioni, più alti di quelli delle aziende anomale.

In base a queste differenze, Alberici ha selezionato sette indici come variabili indipendenti della funzione discriminante:

$$X_1 = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Attività totali}}^{98}$$

$$X_2 = \frac{\text{Debiti totali}}{\text{Attività totali}}^{99}$$

$$X_3 = \frac{\text{Capitale netto}}{\text{Immobilizzazioni nette}}^{100}$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitale netto} + \text{Debiti consolidati}}{\text{Immobilizzazioni nette}}^{101}$$

⁹⁸ L'indice assume valori bassi o negativi per le aziende a rischio di insolvenza.

⁹⁹ Le aziende a rischio di insolvenza tendono ad avere un elevato grado di indebitamento.

¹⁰⁰ Per le aziende a rischio di insolvenza, il valore assunto dall'indice è inferiore all'unità per via della ridotta capacità di autofinanziamento e delle continue perdite che intaccano il capitale.

¹⁰¹ Il valore assunto dall'indice è basso nel caso di imprese a rischio di insolvenza.

$$X_5 = \frac{\textit{Attività correnti}}{\textit{Passività a breve termine}}^{102}$$

$$X_6 = \frac{\textit{Attività liquide}}{\textit{Passività a breve termine}}^{103}$$

$$X_7 = \frac{\textit{Passività a breve termine}}{\textit{Attività totali}}^{104}$$

Rispetto al modello di Altman, Alberici individua un numero maggiore di indici, ma la differenza più rilevante sta nel fatto che Alberici costruisce cinque funzioni discriminanti, dal quinto anno che precede il fallimento fino all'anno precedente, con parametri differenti. Infatti, l'Autore ritiene che l'adattamento della funzione discriminante sia necessario non solo con riferimento alla tipologia di aziende da analizzare, ma anche con riferimento al periodo temporale in cui viene condotta l'indagine.

Le funzioni discriminanti, a partire dal quinto anno antecedente il fallimento, sono le seguenti:

$$Z_{-5} = -0,00401X_1 + 0,00203X_2 + 0,00346X_3 - 0,02201X_4 + 0,01374X_5 \\ + 0,00108X_6 - 0,00417X_7$$

$$Z_{-4} = 0,00164X_1 + 0,00350X_2 - 0,01659X_3 - 0,04353X_4 + 0,04026X_5 \\ + 0,00013X_6 + 0,00105X_7$$

¹⁰² Le imprese a rischio di insolvenza presentano un'elevata esposizione debitoria a breve termine tale per cui l'indice assume valori inferiori all'unità.

¹⁰³ Simile al caso precedente, ma senza considerare il magazzino al numeratore. Nelle imprese a rischio di insolvenza l'indice assume valori molto inferiori all'unità.

¹⁰⁴ Come detto in precedenza, le aziende a rischio di insolvenza presentano un'elevata esposizione debitoria a breve termine che fa assumere all'indice un valore elevato.

$$Z_{-3} = -0,00213X_1 + 0,00319X_2 + 0,00421X_3 - 0,02482X_4 + 0,01613X_5 \\ + 0,00055X_6 + 0,00319X_7$$

$$Z_{-2} = 0,00004X_1 - 0,01528X_2 + 0,03013X_3 - 0,07389X_4 + 0,07658X_5 \\ - 0,000446X_6 + 0,004828X_7$$

$$Z_{-1} = 0,00182X_1 - 0,02579X_2 + 0,00489X_3 - 0,05185X_4 + 0,00295X_5 \\ - 0,03831X_6 + 0,01538X_7$$

L'Autore ha poi calcolato il punto critico per ogni funzione discriminante. I risultati sono riportati nella tabella seguente:

Figura 1.15 – Punto critico delle funzioni discriminanti nei cinque anni precedenti l'insolvenza.

Anno	Punto critico
-5	5,494
-4	34,229
-3	120,22
-2	7192,602
-1	92,708

Fonte: adattamento di DANOVIA, QUAGLIA, Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 161.

Alberici, a differenza di Altman, classifica come insolventi le aziende con un valore di Z superiore al valore del punto critico e come sane le aziende con un valore di Z inferiore al valore del punto critico.

Per quanto riguarda l'affidabilità del modello, è emerso¹⁰⁵ che questo è inaffidabile nella previsione degli stati di dissesto, in quanto il modello ha un elevato carattere di specificità dato dall'inserimento di pesi ponderali diversificati nelle funzioni discriminanti di ogni anno. Questa caratteristica non permette di ottenere dei risultati accettabili nel caso in cui il modello venga applicato a campioni riferiti ad altri momenti storici.

¹⁰⁵ Si veda A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, pp. 167-170.

CAPITOLO 2

RENDICONTO FINANZIARIO

2.1 CRISI DI IMPRESA E RENDICONTO FINANZIARIO

La crisi di impresa, come visto in precedenza, viene definita dal Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza¹, all'articolo 2, come "l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate". Se non vengono previsti tempestivi interventi per gestire la crisi, l'impresa rischia di diventare insolvente, ossia di non avere a disposizione le risorse monetarie per onorare le obbligazioni assunte alle scadenze previste.

Il rendiconto finanziario è un documento che mette in evidenza le risorse monetarie dell'impresa: illustra in che modo le risorse vengono generate e utilizzate a seguito della gestione aziendale e se complessivamente l'azienda ha a disposizione delle risorse per pagare i suoi debiti.

Il rendiconto finanziario dà quindi la dimostrazione della liquidità aziendale e per questo motivo, essendo che l'insolvenza può essere definita come un problema di liquidità e che per le imprese avere liquidità è fondamentale per mantenersi solvibili ed evitare il fallimento, dall'analisi e dall'interpretazione del documento dovrebbe essere possibile prevedere l'insorgenza della crisi.

¹ D.lgs. 14/2019.

2.2 CARATTERISTICHE

Il rendiconto finanziario² è uno dei documenti che compongono il bilancio di esercizio. La sua predisposizione è obbligatoria dal 1° gennaio 2016, per le società che redigono il bilancio in forma ordinaria, ai sensi dell'articolo 2423 del Codice civile, a seguito della modifica introdotta dal D.lgs. 139/2015³. L'obbligo di redazione del rendiconto finanziario non è previsto per le società che redigono il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-*bis* c.c.) e per le micro-imprese (art. 2435-*ter* c.c.).

Nel Codice civile è stato inserito l'articolo 2425-*ter* dedicato al contenuto del rendiconto finanziario che recita: “Dal rendiconto 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

² Per approfondimenti sul rendiconto finanziario si vedano, ad esempio, C. CARAMIELLO, *Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione*, Giuffrè, Milano, 1993, I. FACCHINETTI, *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi. Formazione, lettura e interpretazione del rendiconto previsionale e consuntivo. Procedure, schemi ed esempi*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2007, C. TEODORI, *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino, 2015, F. LENOCI, E. ROCCA, *Il rendiconto finanziario*, Wolters Kluwer, Milano, 2018, G. GRECO, *Il rendiconto finanziario*, Giappichelli, Torino, 2020, A. SOFIA, *Analisi del rendiconto finanziario*, FrancoAngeli, Milano, 2022, M. ALLEGRI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023.

³ Il D.lgs. 139/2015 ha recepito nel nostro ordinamento giuridico la Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013. Le principali modifiche introdotte hanno riguardato alcune voci dello stato patrimoniale e del conto economico, l'introduzione del principio di rilevanza per la redazione del bilancio, la predisposizione del rendiconto finanziario e nuovi limiti dimensionali per l'adozione dei diversi schemi di bilancio (ordinario, abbreviato e microimprese).

investimento, da quella di finanziamento, ivi comprese, con autonoma indicazione, le operazioni con i soci”.

Dalla lettura dell’articolo si comprende come il rendiconto finanziario sia un documento a stati comparati, in coerenza con quanto avviene nello stato patrimoniale e nel conto economico: le informazioni vanno date per l’esercizio di riferimento del bilancio e per quello precedente.

Il rendiconto finanziario deve contenere non solo l’importo delle disponibilità liquide, ma anche gli elementi che le compongono. Questa informazione è reperibile nello stato patrimoniale attivo, alla macroclasse C “Attivo circolante”, classe IV “Disponibilità liquide” che contiene le voci “Depositi bancari e postali”, “Assegni” e “Denaro e valori in cassa”.

Tuttavia, l’informazione più rilevante che il rendiconto finanziario contiene è quella relativa ai flussi finanziari dell’esercizio, ossia i flussi monetari in entrata e in uscita che l’azienda ha registrato nel corso dell’esercizio. Se infatti dallo stato patrimoniale è possibile vedere la variazione delle disponibilità liquide all’inizio e alla fine dell’esercizio, il rendiconto finanziario mette in evidenza le movimentazioni monetarie che hanno causato la variazione delle disponibilità liquide nell’arco temporale dell’esercizio⁴. Per questo motivo il rendiconto finanziario è un prospetto complementare rispetto allo stato patrimoniale.

⁴ Lo stato patrimoniale contiene delle grandezze-*stock* e l’informazione che si ottiene riguarda la consistenza assunta dalla risorsa finanziaria in un determinato istante temporale (a inizio e a fine

Inoltre, il rendiconto finanziario è un documento complementare anche rispetto al conto economico. Infatti, alla voce 21 del conto economico⁵ è espresso il risultato di esercizio, dato dalla differenza tra ricavi e costi di competenza dell'esercizio⁶, ma la capacità dell'azienda di generare cassa è misurata dalla differenza tra le entrate e le uscite monetarie, ovvero i ricavi già incassati e i costi già sostenuti, informazione che si ricava dal rendiconto finanziario. Può accadere infatti che un'impresa realizzi un utile nonostante si trovi in una situazione di illiquidità, o al contrario, che operi in perdita, nonostante abbia una buona liquidità.

Infine, l'articolo del Codice civile dice anche come devono essere organizzati i flussi finanziari, ovvero secondo l'area gestionale di riferimento: area operativa, area degli investimenti e area dei finanziamenti. L'area dei finanziamenti è intesa in senso ampio, in quanto vanno evidenziati anche i flussi generati o assorbiti da operazioni con i soci.

Dal Codice civile si comprende come il rendiconto finanziario sia un prospetto contabile che presenta le cause delle variazioni della risorsa finanziaria di riferimento, avvenute in un determinato periodo. Infatti, se dal saldo della risorsa finanziaria alla fine dell'esercizio si sottrae il saldo alla fine dell'esercizio

esercizio). Il rendiconto finanziario contiene delle grandezze-flusso e l'informazione che si ottiene riguarda i movimenti in entrata e in uscita della risorsa finanziaria in un determinato intervallo temporale (da inizio a fine esercizio).

⁵ Articolo 2425 del Codice civile.

⁶ Il Codice civile all'articolo 2423-*bis* detta i principi di redazione del bilancio. Tra questi si ha il principio di competenza economica al numero 3): "si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento".

precedente, si ottiene la variazione contabile della risorsa finanziaria nell'esercizio che deve essere scomposta in flussi finanziari incrementativi e decrementativi per dimostrarne il processo formativo.

Tuttavia, l'articolo del Codice civile non basta in termini di indicazioni operative per redigere il rendiconto finanziario, ma è necessario fare riferimento ai principi contabili nazionali (OIC 10) o internazionali (IAS 7). In particolare, questi contengono informazioni riguardo la risorsa finanziaria di riferimento e le modalità di presentazione dei flussi finanziari. Il presente lavoro si focalizza sull'analisi del principio contabile nazionale OIC 10, con dei riferimenti al principio contabile internazionale IAS 7, al quale peraltro si ispira.

2.3 RISORSA FINANZIARIA DI RIFERIMENTO

La risorsa finanziaria di riferimento è da intendere come “l'insieme degli elementi patrimoniali su cui il rendiconto finanziario focalizza l'attenzione e di cui ne rappresenta le variazioni intervenute in un certo periodo di tempo”⁷.

Le risorse finanziarie che teoricamente possono essere utilizzate per la costruzione del rendiconto finanziario sono diverse, ad esempio:

- la liquidità immediata o disponibilità monetarie;
- la liquidità netta o disponibilità monetarie nette;
- la posizione finanziaria netta a breve;

⁷ M. ALLEGRINI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.29.

- la posizione finanziaria netta complessiva;
- il capitale circolante netto finanziario o in senso lato;
- il capitale circolante netto caratteristico o gestionale o in senso stretto.

2.3.1 Liquidità

La liquidità immediata comprende il denaro e i valori in cassa, gli assegni e i depositi bancari e postali.

La liquidità netta si ottiene sottraendo dalla liquidità immediata i debiti a breve verso il sistema bancario (ad esempio, lo scoperto di conto corrente, le anticipazioni passive e i debiti a vista).

Se come risorsa finanziaria di riferimento si utilizza la liquidità immediata, questa può assumere solo valori positivi, al contrario la liquidità netta può assumere valori anche negativi.

Come si dirà più avanti, la liquidità è la risorsa finanziaria di riferimento indicata dai principi contabili per la redazione del rendiconto finanziario.

2.3.2 Posizione finanziaria netta

La posizione finanziaria netta è un indicatore che permette di valutare la situazione finanziaria dell'azienda e la sua capacità di restituzione del debito. Si ottiene affiancando alla liquidità, alcune classi che derivano da scelte riconducibili alla gestione patrimoniale o finanziaria.

La posizione finanziaria netta, a seconda dell'orizzonte temporale di riferimento, può essere di due tipologie: la posizione finanziaria netta a breve e complessiva.

La posizione finanziaria netta a breve si ottiene aggiungendo alla liquidità netta i crediti e le attività finanziarie a breve.

La posizione finanziaria netta complessiva si ottiene sottraendo dalla posizione finanziaria netta a breve i debiti finanziari a lungo termine.

La posizione finanziaria netta, a differenza della liquidità, può essere influenzata da valutazioni soggettive e nella realtà non c'è condivisione sulle grandezze da considerare per la sua costruzione⁸.

2.3.3 Capitale circolante netto

Il capitale circolante netto è una grandezza che in passato veniva suggerita per la costruzione del rendiconto finanziario⁹. In particolare, a seconda delle componenti utilizzate per la determinazione, se ne individuano due definizioni: il

⁸ Dei riferimenti per il calcolo della posizione finanziaria netta si trovano nell'OIC 6, in una comunicazione della Consob e in un documento dell'IRDCEC (Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili). Per approfondimenti si veda C. TEODORI, *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino, 2015, pp.31-44.

Inoltre, il 15 marzo 2024 è stato pubblicato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili un documento di ricerca che si occupa delle nozioni di EBITDA e della PFN ai fini valutativi e negoziali.

⁹ L'eliminazione del capitale circolante netto come risorsa di riferimento è avvenuta a seguito dell'introduzione dell'OIC 10, poiché considerato obsoleto, poco utilizzato dalle imprese e non previsto dalla prassi contabile internazionale.

capitale circolante netto finanziario (o in senso lato) e il capitale circolante netto caratteristico (o gestionale o in senso stretto).

Il capitale circolante netto finanziario si calcola come differenza tra attività a breve e passività a breve e si collega alla riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario.

Il capitale circolante netto caratteristico si calcola come differenza tra attività e passività correnti, correlate alla gestione operativa dell'impresa. Questa configurazione si collega alla riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale.

Il capitale circolante netto è un indicatore finanziario: se positivo significa che l'impresa è in equilibrio, ossia, nel breve termine, riesce a far fronte alle uscite con gli investimenti monetizzabili. Tuttavia, non è un indicatore monetario e quindi un capitale circolante netto positivo non assicura una gestione della tesoreria positiva¹⁰.

Inoltre, il capitale circolante netto è una grandezza influenzata da valutazioni soggettive, a differenza della liquidità.

¹⁰ “Il rendiconto finanziario fondato sul capitale circolante netto assume una certa importanza per comprendere le variazioni avvenute nella struttura finanziaria e nelle relazioni tra quest'ultima e la struttura patrimoniale, con particolare riguardo alla gestione caratteristica e a tutte le operazioni ad essa non direttamente riconducibili ma fondamentali nella gestione unitaria dell'impresa. Inoltre, la lettura congiunta delle fonti e degli impieghi di circolante, permette di esprimere giudizi compiuti sulla capacità dell'impresa di produrre (internamente) e ottenere (esternamente) risorse finanziarie; sulla composizione degli impieghi effettuati; sulla congruenza tra tipologia di impieghi e tipologia di fonti”. C. TEODORI, *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino, 2015, p.53.

2.3.4 OIC 10: le disponibilità liquide

L'OIC 10 indica come risorsa finanziaria di riferimento le “disponibilità liquide”, cioè una specifica configurazione di liquidità.

Le disponibilità liquide sono definite, dallo stesso principio, nel modo che segue:

- depositi bancari e postali¹¹;
- assegni¹²;
- denaro e valori in cassa¹³.

Questi valori possono essere espressi anche in valuta estera¹⁴.

Inoltre, secondo quanto previsto dall'OIC 14¹⁵ non sono considerate disponibilità liquide le cambiali attive in portafoglio, i titoli a breve termine (di Stato e di terzi), i sospesi di cassa, gli scoperti di conto corrente¹⁶ e i *cash pooling*.

¹¹ I depositi bancari e postali sono disponibilità presso il sistema bancario o l'amministrazione postale, aventi il requisito di poter essere incassati a pronti.

¹² Gli assegni sono titoli di credito bancari (di conto corrente, circolari e simili) esigibili a vista, nazionali ed esteri.

¹³ Il denaro e i valori in cassa sono costituiti da moneta e valori bollati (francobolli, marche da bollo, carte bollate, ecc.).

¹⁴ Il principio contabile internazionale IAS 7 parla di “*cash and cash equivalents*”. Con “*cash*” si intendono il denaro in cassa e i depositi a vista, mentre con “*cash equivalent*” si intendono degli “investimenti finanziari a breve termine e ad alta liquidità che sono prontamente convertibili in valori di cassa noti e che sono soggetti a un irrilevante rischio di variazione del loro valore”.

¹⁵ L'OIC 14 ha lo scopo di disciplinare i criteri per la rilevazione, classificazione, valutazione delle disponibilità liquide nel bilancio, nonché le informazioni da presentare nella nota integrativa.

¹⁶ Secondo lo IAS 7, gli scoperti bancari liquidabili a vista, in alcuni casi, devono essere inseriti con segno negativo tra le disponibilità liquide. Infatti, al paragrafo 8, si legge che: “I prestiti bancari rientrano, solitamente, nell'attività di finanziamento. In alcuni Paesi, tuttavia, gli scoperti bancari che sono rimborsabili a vista formano parte integrante della gestione delle disponibilità liquide di un'entità. In questi casi, gli scoperti bancari sono inclusi come componenti di disponibilità liquide e mezzi equivalenti. Una caratteristica di tali accordi bancari è che il saldo del conto spesso oscilla tra l'essere positivo o negativo”.

I principi contabili privilegiano quindi le risorse monetarie rispetto a quelle di specie finanziaria. Le motivazioni principali dietro questa scelta sono che la liquidità è una grandezza oggettiva, non influenzata da alterazioni soggettive ed è determinabile dall'analista esterno.

Infine, il rendiconto finanziario esclude i flussi finanziari che costituiscono movimenti tra elementi compresi nelle disponibilità liquide. Lo scopo del rendiconto finanziario, infatti, non è quello di indagare la composizione interna delle disponibilità liquide, ma di comprendere quali sono i flussi finanziari che ne determinano un incremento o un decremento¹⁷.

2.4 CATEGORIE DI FLUSSI FINANZIARI E MODALITÀ DI PRESENTAZIONE

Secondo il principio contabile OIC 10 il rendiconto finanziario deve indicare i flussi finanziari avvenuti nell'esercizio. È lo stesso principio che ne dà una definizione: "I flussi finanziari rappresentano un aumento o una diminuzione dell'ammontare delle disponibilità liquide"¹⁸. Il principio precisa che i flussi finanziari devono essere classificati in tre sezioni:

1. attività operativa;
2. attività di investimento;

¹⁷ Ad esempio, se l'impresa preleva denaro dalla cassa per depositarlo nel conto corrente, la cassa si riduce e il conto corrente aumenta dello stesso importo. In questo caso il totale delle disponibilità liquide rimane invariato, poiché l'operazione avviene tra elementi che costituiscono le disponibilità liquide e a modificarsi è la composizione interna delle stesse.

¹⁸ OIC 10, paragrafo 10.

3. attività di finanziamento.

L'ordine di presentazione non può subire variazioni nella redazione del rendiconto finanziario.

Il rendiconto finanziario presenta i flussi finanziari in forma scalare. Questa modalità di rappresentazione è funzionale alla determinazione di alcuni risultati parziali o intermedi di rilievo¹⁹.

La somma algebrica delle tre categorie di flussi finanziari fornisce l'ammontare globale della variazione netta, in aumento o in diminuzione, intervenuta nelle disponibilità liquide durante l'esercizio.

Inoltre, come avviene anche per lo stato patrimoniale e per il conto economico, l'OIC 10 dà la possibilità di aggiungere, di suddividere ulteriormente e di raggruppare i flussi finanziari quando questo favorisce una maggiore chiarezza ed è funzionale alla rappresentazione veritiera e corretta della situazione finanziaria della società. Infine, per garantire la comparabilità, per ogni flusso finanziario deve essere indicato l'importo del flusso corrispondente dell'esercizio precedente²⁰.

L'OIC 10 stabilisce il divieto alla compensazione dei flussi finanziari per non alterare la significatività del rendiconto finanziario. Il divieto vale sia per i flussi

¹⁹ La forma scalare è la modalità di rappresentazione scelta dall'OIC 10 che nell'appendice A indica uno schema di riferimento per la redazione del rendiconto finanziario. Il rendiconto finanziario soggetto a pubblicazione deve seguire lo schema proposto dal principio contabile.

Il rendiconto finanziario può essere redatto anche a sezioni contrapposte. In questo caso si rende evidente la connessione tra impieghi e fonti derivanti dalla stessa gestione.

²⁰ Si vedano i paragrafi 20, 21, 22 e 23 dell'OIC 10.

finanziari che appartengono a categorie differenti, sia per i flussi finanziari di segno opposto che si verificano all'interno di una medesima categoria²¹.

Di seguito si analizzano in modo dettagliato le tre categorie dove i singoli flussi sono inseriti: attività operativa, attività di investimento e attività di finanziamento.

2.4.1 Attività operativa

L'attività operativa riguarda le operazioni connesse all'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e alla fornitura di servizi, anche se riconducibili alla gestione accessoria e in via residuale tutte le operazioni che non possono essere ricomprese nell'attività di investimento e di finanziamento.

Il principio contabile OIC 10 riporta alcuni esempi di flussi finanziari generati o assorbiti dall'attività operativa²²:

- incassi dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi;
- incassi da *royalty*, commissioni, compensi, rimborsi assicurativi e altri ricavi;
- pagamenti per l'acquisto di materia prima, semilavorati, merci e altri fattori produttivi;
- pagamenti per l'acquisizione di servizi;

²¹ L'OIC 10 al paragrafo 24 chiarisce con un esempio: "Ad esempio, una società indica distintamente: i) nell'attività di investimento, i pagamenti effettuati per l'acquisizione di un'immobilizzazione dagli incassi derivanti dalla cessione di un'altra immobilizzazione; ii) nell'attività di finanziamento, le entrate derivanti dall'erogazione di nuovi finanziamenti dai pagamenti delle quote di rimborso".

²² OIC 10, paragrafo 27.

- pagamenti a, e per conto di, dipendenti;
- pagamenti e rimborsi di imposte;
- incassi per proventi finanziari.

I flussi finanziari dell'attività operativa sono correlati con l'attività di produzione del reddito e misurano l'attitudine dell'impresa all'autofinanziamento; infatti, "l'ammontare dei flussi finanziari derivanti dall'attività operativa è un indicatore chiave della capacità dell'impresa a generare flussi finanziari per rimborsare prestiti, mantenere la capacità produttiva dell'impresa, pagare i dividendi e a effettuare nuovi investimenti senza ricorrere a fonti di finanziamento esterne"²³.

Il flusso finanziario dell'attività operativa può essere determinato attraverso il metodo diretto o indiretto. Entrambi conducono allo stesso risultato e di fatto il principio contabile non esprime una preferenza, anche se la prassi predilige il metodo indiretto²⁴.

Analizziamo ora la determinazione del flusso finanziario dell'attività operativa con il metodo diretto e indiretto.

Il flusso finanziario dell'attività operativa determinato con il metodo diretto espone le principali categorie di incassi e di pagamenti lordi.

²³ A. SOFIA, *Analisi del rendiconto finanziario*, FrancoAngeli, Milano, 2022, p.25.

²⁴ Secondo il principio contabile internazionale IAS 7 i flussi finanziari dell'attività operativa devono essere presentati utilizzando, alternativamente, il metodo diretto o indiretto. Lo stesso principio incoraggia però l'utilizzo del metodo diretto.

Di seguito si riporta lo schema da seguire per la determinazione del flusso finanziario dell'attività operativa secondo l'OIC 10, con il metodo diretto.

Figura 2.1 – Flusso finanziario dell'attività operativa determinato con il 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: Appendice A "Schemi di riferimento per la redazione del rendiconto finanziario", OIC 10.

L'utilizzo del metodo diretto per la determinazione del flusso finanziario permette di comprendere da dove provengono e dove sono impiegate le risorse relative all'attività operativa. Ad esempio, gli incassi dai clienti, i pagamenti ai fornitori per acquisti e per servizi e i pagamenti al personale sono riconducibili alla gestione caratteristica, mentre gli interessi e i dividendi incassati e le imposte e gli interessi pagati sono riconducibili alle altre gestioni parziali.

Con il metodo diretto vengono quindi considerati tutti i ricavi e i costi monetari che hanno aumentato o ridotto le disponibilità liquide nel corso dell'esercizio.

Il flusso finanziario dell'attività operativa determinato con il metodo indiretto parte dal risultato economico dell'esercizio (l'utile o la perdita) che viene depurato

di una serie di elementi per trasformarlo nel flusso monetario della gestione operativa. Le rettifiche riguardano tre aspetti²⁵:

- gli elementi di natura non monetaria, ossia poste contabili che non hanno richiesto esborso/incasso di disponibilità liquide nel corso dell'esercizio e che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto²⁶;
- le variazioni del capitale circolante netto connesse ai costi o ricavi dell'attività operativa²⁷;
- le operazioni i cui effetti sono ricompresi tra i flussi derivanti dall'attività di investimento e finanziamento²⁸.

Di seguito si riporta lo schema da seguire per la determinazione del flusso finanziario dell'attività operativa secondo l'OIC 10, con il metodo indiretto.

²⁵ OIC 10, paragrafo 29.

²⁶ Il principio contabile fornisce degli esempi: ammortamenti di immobilizzazioni, accantonamenti ai fondi rischi e oneri, accantonamenti per trattamento di fine rapporto, svalutazioni per perdite durevoli di valore; utili non distribuiti relativi a partecipazioni in società collegate valutate con il metodo del patrimonio netto.

²⁷ Il principio contabile fornisce degli esempi: variazioni di rimanenze, variazioni di crediti verso clienti e di debiti verso fornitori, variazioni di ratei e risconti attivi/passivi.

²⁸ Il principio contabile fornisce come esempio le plusvalenze o minusvalenze derivanti dalla cessione di attività.

Figura 2.2 - Flusso finanziario dell'attività operativa determinato con il 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
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: Appendice A "Schemi di riferimento per la redazione del rendiconto finanziario", OIC 10.

Prima di procedere con l'analisi del metodo indiretto, occorre dire che il principio contabile OIC 10 fornisce delle indicazioni in merito ad alcuni flussi finanziari che rappresentano dei casi particolari di dubbia collocazione²⁹: interessi e dividendi (parr. 41-43), imposte sul reddito (par. 44), flussi finanziari in valuta estera (parr. 45-47), strumenti finanziari derivati (parr. 48-49) e acquisto o cessione di rami d'azienda (parr. 50-52). La finalità di questa scelta da parte del principio contabile è quella di garantire uniformità nella redazione del rendiconto finanziario e di assicurarne la comparabilità spaziale.

Gli interessi incassati e pagati vanno ricondotti all'attività operativa, salvo i casi in cui si riferiscono direttamente a investimenti o finanziamenti. In questo caso andranno collocati rispettivamente nell'attività di investimento e di finanziamento.

Per quanto riguarda i dividendi va fatta una distinzione, infatti i dividendi incassati vanno compresi nell'attività operativa, al contrario i dividendi pagati vanno compresi nell'attività di finanziamento.

Le imposte sul reddito sono comprese nell'attività operativa.

Rispetto ai flussi finanziari in valuta estera il problema che si pone riguarda gli utili o le perdite che derivano da variazioni nei cambi³⁰. Quelli non realizzati

²⁹ Per approfondimenti si veda M. ALLEGRINI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, pp.119-150.

³⁰ Il bilancio è redatto in euro, ai sensi dell'articolo 2423, comma 6 del Codice civile. Se l'azienda realizza delle operazioni in valuta estera, la rilevazione contabile di tali operazioni richiede la conversione in euro dell'importo espresso in valuta estera, applicando a questo ammontare il tasso di cambio tra l'euro e la valuta estera, inizialmente al momento in cui avviene l'operazione, e successivamente al momento in cui avviene il flusso finanziario o la conversione della posta

rappresentano degli elementi non monetari e in quanto tali devono essere rettificati. Inoltre, l'OIC 10 al paragrafo 47 precisa che: "L'effetto delle variazioni dei cambi sulle disponibilità liquide possedute in valuta estera è presentato in modo distinto rispetto ai flussi finanziari dell'attività operativa, dell'attività di investimento e di finanziamento".

I flussi finanziari che derivano da strumenti finanziari derivati³¹ sono compresi nell'attività di investimento.

Con riferimento all'acquisto o alla cessione di rami di azienda, il flusso finanziario che deriva dal corrispettivo pagato per l'acquisto deve essere indicato separatamente dal corrispettivo incassato per la cessione. Non è ammessa la compensazione e i flussi vanno compresi nell'attività di investimento. Inoltre, in calce al rendiconto finanziario si devono indicare una serie di informazioni: i corrispettivi totali pagati o ricevuti; la parte dei corrispettivi consistente in disponibilità liquide; l'ammontare delle disponibilità liquide acquisito o ceduto con l'operazione di acquisizione/cessione del ramo d'azienda e il valore contabile delle attività/passività acquisite o cedute.

monetaria attiva/passiva. Poiché il tasso di cambio fluttua continuamente, si generano delle differenze di cambio (utili o perdite su cambi) effettive per quelle realizzate a seguito di incassi o pagamenti e presunte per quelle derivanti dalla conversione della posta monetaria in valuta estera. Le differenze derivano quindi dalla conversione in euro di un determinato numero di unità di una valuta estera a differenti tassi di cambio alle date di conversione. Le operazioni in valuta estera sono disciplinate dal principio contabile nazionale OIC 26.

³¹ Gli strumenti finanziari derivati vengono definiti dall'OIC 32.

Per determinare il flusso finanziario dell'attività operativa con il metodo indiretto, il punto di partenza è l'utile (o la perdita) dell'esercizio³² che deve essere rettificato per giungere a un primo risultato intermedio, denominato "Utile (perdita) dell'esercizio prima di imposte sul reddito, interessi, dividendi e plusvalenze/minusvalenze da cessione".

Le imposte sul reddito e gli interessi passivi vanno sommati al risultato economico, mentre gli interessi attivi e i dividendi vanno sottratti. Questa operazione permette di dare a queste voci autonoma indicazione all'interno del rendiconto finanziario nella gestione operativa. Invece, per quanto riguarda le plusvalenze (sottratte) e le minusvalenze (sommate) derivanti dalla cessione di attività, la rettifica si rende necessaria poiché vanno escluse dalla gestione operativa e ricondotte all'attività di investimento³³.

Una volta raggiunto il primo risultato intermedio, l'"Utile (perdita) dell'esercizio prima di imposte sul reddito, interessi, dividendi e plusvalenze/minusvalenze da cessione", si procede con le rettifiche degli elementi non monetari, ovvero quei costi e ricavi che concorrono alla formazione dell'utile, ma che non comportano esborsi o incassi di disponibilità liquide e che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto. Nello specifico i componenti

³² Voce 21 del conto economico.

³³ Le plusvalenze/minusvalenze da cessione di attività saranno incorporate nel prezzo dei disinvestimenti della sezione B del rendiconto finanziario.

negativi di reddito, come gli accantonamenti ai fondi, gli ammortamenti di immobilizzazioni, le svalutazioni per perdite durevoli di valore, vanno sommati all'utile. I componenti positivi di reddito, come le rivalutazioni per ripristino di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali, vanno sottratte dall'utile. Inoltre, gli ammortamenti, le svalutazioni e le rivalutazioni si riferiscono alla gestione degli investimenti: gli ammortamenti e le svalutazioni andranno a ridurre il valore dell'immobilizzazione a cui si riferiscono, mentre le rivalutazioni ne andranno a incrementare il valore.

È prevista anche una voce generica “Altre rettifiche per elementi non monetari” dove, ad esempio, andranno inseriti eventuali utili o perdite che derivano da variazioni nei cambi in valuta estera non realizzati.

Fatte queste rettifiche si giunge a un secondo risultato intermedio, denominato “Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn”.

A questo punto le rettifiche ulteriori riguardano quei componenti di costi e di ricavi che non hanno ancora comportato delle uscite e delle entrate monetarie, come i crediti, i debiti e le rimanenze e dei componenti monetari che sono collegati a costi e ricavi sorti in esercizi precedenti, come i ratei e i risconti.

Nello specifico, un incremento dei crediti verso i clienti comporta un impatto positivo sul conto economico poiché si tratta di ricavi di competenza, però, non essendo ancora incassati, non determinano un'entrata monetaria, e, al contrario, una diminuzione dei crediti verso i clienti indica che l'impresa ha incassato dai clienti

e quindi si è verificato un flusso monetario in entrata. Per questo motivo un aumento dei crediti verso clienti deve essere sottratto dall'utile e una diminuzione dei crediti verso clienti deve essere sommata all'utile.

I debiti verso fornitori sono considerati un costo a livello di conto economico; quindi, un loro aumento produce un impatto negativo sull'utile senza che a questo si accompagni un'uscita monetaria e una loro diminuzione indica che l'impresa ha pagato i suoi fornitori e di conseguenza l'uscita monetaria si è realizzata. Per questo motivo un aumento dei debiti verso fornitori comporta una rettifica in aumento, al contrario, una loro diminuzione comporta una rettifica in diminuzione.

Le rimanenze, se aumentano, producono un impatto positivo a livello di conto economico, al quale non corrisponde un'entrata monetaria. Per questo motivo un incremento delle rimanenze comporta una rettifica in diminuzione, mentre un decremento comporta una rettifica in aumento.

I ratei e risconti si distinguono in attivi e passivi³⁴. Un aumento dei ratei e dei risconti attivi comporta una rettifica in diminuzione: i ratei attivi infatti generano

³⁴ La definizione di ratei e di risconti è riportata nei paragrafi dal 3 al 6 dell'OIC 18, di seguito riportate.

“I ratei attivi rappresentano quote di proventi di competenza dell'esercizio cui si riferisce il bilancio, che avranno manifestazione finanziaria in esercizi successivi”. (Par. 3)

“I risconti attivi rappresentano quote di costi che hanno avuto manifestazione finanziaria nel corso dell'esercizio in chiusura o in precedenti esercizi, ma sono di competenza di uno o più esercizi successivi. Essi rappresentano la quota parte dei costi rinviata ad uno o più esercizi successivi”. (Par. 4)

“I ratei passivi rappresentano quote di costi di competenza dell'esercizio cui si riferisce il bilancio, che avranno manifestazione finanziaria in esercizi successivi”. (Par. 5)

“I risconti passivi rappresentano quote di proventi che hanno avuto manifestazione finanziaria nel corso dell'esercizio in chiusura o in precedenti esercizi ma sono di competenza di uno o più esercizi

un impatto positivo a livello di conto economico, al quale però non corrisponde un aumento di liquidità aziendale; i risconti attivi individuano dei costi non di competenza dell'esercizio al quale il bilancio si riferisce, ai quali però corrisponde un esborso di liquidità nell'esercizio. Di conseguenza una loro riduzione comporta una rettifica in aumento. Al contrario, un aumento dei ratei e dei risconti passivi comporta una rettifica in aumento: i ratei passivi generano un impatto negativo a livello di conto economico, al quale però non corrisponde una riduzione della liquidità aziendale; i risconti passivi sono ricavi non di competenza dell'esercizio al quale il bilancio si riferisce, ai quali però corrisponde un aumento di liquidità nell'esercizio. Di conseguenza una loro riduzione comporta una rettifica in diminuzione.

Infine, nella voce "Altre variazioni del capitale circolante netto" vanno inserite le variazioni dei debiti verso istituti previdenziali, dei debiti verso il personale e di altri crediti e debiti operativi.

Fatte queste rettifiche si giunge a un terzo risultato intermedio, denominato "Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn". Questo flusso esprime il flusso operativo in senso proprio dato che non è influenzato dai flussi reddituali non operativi (interessi, imposte e dividendi) e rappresenta l'equivalente monetario dell'EBIT.

successivi. Essi rappresentano la quota parte dei proventi rinviata ad uno o più esercizi successivi".
(Par. 6)

Le ultime rettifiche, prima di arrivare al “Flusso finanziario dell’attività operativa” riguardano quelle voci che inizialmente sono state sommate o sottratte all’utile o alla perdita di esercizio: interessi, imposte e dividendi.

Gli interessi incassati e pagati, come detto in precedenza, vanno ricondotti all’attività operativa, salvo i casi in cui si riferiscono direttamente a investimenti o finanziamenti. La rettifica fatta precedentemente riguarda gli interessi attivi e passivi iscritti a conto economico³⁵, ossia gli interessi di competenza, che solo occasionalmente coincidono con quelli incassati e pagati. Per questo motivo vi è la necessità di operare una serie di elaborazioni per passare dall’interesse di competenza a quello incassato o pagato.

Le imposte, secondo l’OIC 10, sono da comprendere nell’attività operativa, anche se derivano da operazioni che danno luogo a flussi finanziari dell’attività operativa, di investimento e di finanziamento. Anche in questo caso, la rettifica fatta in precedenza riguarda le imposte di competenza³⁶ che vengono aggiunte all’utile. In questo caso occorre individuare le imposte pagate e poi sottrarle al “Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn”.

Per quanto riguarda i dividendi, solo quelli incassati rientrano nell’attività operativa con una rettifica in aumento.

³⁵ Macroclasse C del conto economico “Proventi e oneri finanziari”.

³⁶ Voce 20 del conto economico.

Inoltre, l'ultima rettifica riguarda il "pagamento dei fondi" poiché l'OIC 10 richiede un'indicazione analitica all'interno dell'area operativa nel caso in cui nel corso dell'esercizio si è verificato un utilizzo del fondo che ha dato luogo ad un flusso monetario in uscita. La rettifica fatta in precedenza riguarda gli "accantonamenti ai fondi" in quanto costo non monetario³⁷.

Infine, se presenti, devono essere indicati altri incassi con una rettifica in aumento e altri pagamenti con una rettifica in diminuzione.

A questo punto si giunge al "Flusso finanziario dell'attività operativa" che rappresenta l'equivalente monetario del reddito netto.

2.4.2 Attività di investimento

L'attività di investimento riguarda tutte le operazioni di acquisto e di vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate.

Il principio contabile OIC 10 riporta alcuni esempi di flussi finanziari generati o assorbiti dall'attività di investimento³⁸:

³⁷ Per quanto riguarda i fondi per rischi e oneri e il trattamento di fine rapporto è molto utile l'informazione contenuta nella nota integrativa che secondo l'articolo 2427, comma 1, numero 4), deve indicare "le variazioni intervenute nella consistenza delle altre voci dell'attivo e del passivo; in particolare, per le voci del patrimonio netto, per i fondi e per il trattamento di fine rapporto, la formazione e le utilizzazioni".

La nota integrativa contiene uno schema relativo ai fondi per rischi e oneri e uno relativo al trattamento di fine rapporto dove sono indicati il valore di inizio esercizio, le variazioni intervenute nell'esercizio (accantonamento e utilizzo nell'esercizio) e il valore di fine esercizio.

³⁸ OIC 10, paragrafo 33.

- acquisti o vendite di fabbricati, impianti, attrezzature o altre immobilizzazioni materiali (incluse le immobilizzazioni materiali di costruzione interna);
- acquisti o vendite di immobilizzazioni immateriali, quali ad esempio i brevetti, i marchi, le concessioni; questi pagamenti comprendono anche quelli relativi agli oneri pluriennali capitalizzati;
- acquisizioni o cessioni di partecipazioni in imprese controllate e collegate;
- acquisizioni o cessioni di altre partecipazioni;
- acquisizioni o cessioni di altri titoli, inclusi titoli di Stato e obbligazioni;
- erogazioni di anticipazioni e prestiti fatti a terzi e incassi per il loro rimborso.

L'OIC 10 richiede di distinguere i flussi finanziari che derivano dall'acquisto di immobilizzazioni da quelli che derivano dalla vendita di immobilizzazioni per ogni classe di immobilizzazioni (materiali, immateriali e finanziarie) e per le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni.

Per quanto riguarda i flussi in uscita, il complessivo prezzo di acquisto deve essere rettificato della variazione dei debiti verso fornitori di immobilizzazioni. Per

i flussi in entrata, il prezzo di realizzo³⁹ deve essere rettificato della variazione dei crediti verso clienti per immobilizzazioni.

In merito all'acquisto o alla cessione di rami d'azienda è lo stesso principio contabile che richiede di indicare distintamente nell'attività di investimento il flusso finanziario derivante dal corrispettivo pagato/incassato per l'acquisizione e la cessione di un ramo d'azienda al netto delle disponibilità liquide acquisite o dismesse come parte dell'operazione⁴⁰.

Di seguito si riporta lo schema da seguire per la determinazione del flusso finanziario dell'attività di investimento secondo l'OIC 10.

³⁹ Il prezzo di realizzo corrisponde al valore netto contabile dell'immobilizzazione aumentato dell'eventuale plusvalenza o ridotto dell'eventuale minusvalenza realizzata con la vendita. Come visto in precedenza, nella determinazione del flusso finanziario dell'attività operativa, l'utile è stato rettificato da plusvalenze e minusvalenze che derivano dalla cessione di attività perché appartenenti all'attività di investimento.

⁴⁰ Paragrafo 50, OIC 10.

Figura 2.3 - Flusso finanziario dell'attività di investimento.

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: Appendice A "Schemi di riferimento per la redazione del rendiconto finanziario", OIC 10.

2.4.3 Attività di finanziamento

L'attività di finanziamento riguarda tutte le operazioni di ottenimento e di restituzione delle disponibilità liquide sotto forma di capitale di rischio o di capitale di debito.

Il principio contabile OIC 10 riporta alcuni esempi di flussi finanziari generati o assorbiti dall'attività di finanziamento⁴¹:

- incassi derivanti dall'emissione di azioni o di quote rappresentative del capitale di rischio;

⁴¹ OIC 10, paragrafo 39.

- pagamento dei dividendi;
- pagamenti per il rimborso del capitale di rischio, anche sotto forma di acquisto di azioni proprie;
- incassi o pagamenti derivanti dall'emissione o dal rimborso di prestiti obbligazionari, titoli a reddito fisso, accensione o restituzione di mutui e altri finanziamenti a breve o lungo termine;
- incremento o decremento di altri debiti, anche a breve o medio termine, aventi natura finanziaria.

L'OIC 10 richiede di distinguere i flussi finanziari che derivano dal capitale di rischio dai flussi finanziari che derivano dal capitale di debito. La distinzione è funzionale alla comprensione del ruolo dei diversi finanziatori.

Di seguito si riporta lo schema da seguire per la determinazione del flusso finanziario dell'attività di finanziamento secondo l'OIC 10.

Figura 2.4 - Flusso finanziario dell'attività di finanziamento.

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)
Flusso finanziario dall'attività di finanziamento (C)

Fonte: Appendice A "Schemi di riferimento per la redazione del rendiconto finanziario", OIC 10.

Con riferimento al contenuto dei "Mezzi di terzi" occorre fare un'osservazione. Per quanto riguarda i finanziamenti in generale si distingue tra accensione, ossia flussi in entrata, e rimborso, ossia flussi in uscita, mentre per i debiti a breve verso le banche occorre indicare l'incremento/decremento, ossia la variazione netta. Questo trova giustificazione nel fatto che è importante sapere se nell'esercizio le operazioni con le banche hanno generato un flusso positivo o negativo; infatti, spesso le imprese utilizzano delle forme di indebitamento a breve termine verso le banche per garantire la copertura del fabbisogno finanziario corrente espresso dalla gestione o per far fronte ad improvvisi e non previsti fabbisogni finanziari di breve periodo che eccedono il finanziamento accordato con la banca⁴².

⁴² In questi casi il debito a breve verso il sistema bancario avrebbe dovuto essere inserito tra le disponibilità liquide, in modo da permettere alle tre categorie di spiegarne la variazione.

2.4.4 Formazione e dettaglio delle disponibilità liquide

Ottenuti i tre flussi finanziari dell'attività operativa (A), dell'attività di investimento (B) e dell'attività di finanziamento (C), questi devono essere sommati algebricamente per valutare se nel corso dell'esercizio si è verificato un incremento o un decremento delle disponibilità liquide. Questo deve coincidere con la variazione complessiva delle disponibilità liquide all'inizio e alla fine dell'esercizio⁴³.

Figura 2.5 – Dettaglio delle disponibilità liquide.

Incremento (decremento) delle disponibilità liquide ($A \pm B \pm C$)
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: Appendice A "Schemi di riferimento per la redazione del rendiconto finanziario", OIC 10.

Infine, se la società presenta dei saldi significativi di disponibilità liquide che non sono liberamente utilizzabili, deve darne indicazione in calce al rendiconto finanziario insieme alle motivazioni che ne determinano l'indisponibilità⁴⁴.

⁴³ "Nel rendiconto finanziario sono indicati l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio". OIC 10, paragrafo 25.

⁴⁴ L'OIC 10 al paragrafo 54 fornisce degli esempi di alcune circostanze in base alle quali i saldi di liquidità non sono liberamente utilizzabili: restrizioni legali; un conto corrente vincolato costituente garanzia prestata nell'interesse di un'impresa controllata.

2.5 INTERPRETAZIONE

Lo scopo del rendiconto finanziario, come detto in precedenza, è quello di comprendere le cause delle variazioni della risorsa finanziaria di riferimento avvenute nel corso dell'esercizio. Contrariamente a quanto si pensa, una variazione positiva della liquidità non sempre si associa a un fatto positivo e una contrazione della liquidità non è sempre sinonimo di deterioramento dell'equilibrio aziendale. Ad esempio, complessivamente la liquidità può ridursi per effetto di investimenti in impianti e macchinari necessari per lo sviluppo dell'attività o per delle perdite di esercizio. In questi casi, a fronte di una riduzione della liquidità, il giudizio sarà positivo nel primo caso e negativo nel secondo.

È importante verificare in quale delle tre categorie in cui si articola il rendiconto finanziario si genera liquidità e in quale la stessa viene assorbita. Prendendo come riferimento lo schema di rendiconto finanziario previsto dall'OIC 10 possiamo dire che l'azienda dovrebbe generare dei flussi finanziari positivi principalmente dall'attività operativa e questi dovrebbero essere utilizzati per gli investimenti, per il rimborso dei debiti di finanziamento, per il pagamento degli interessi passivi e per distribuire dividendi ai soci. Se questo non accadesse l'azienda potrebbe incontrare delle serie difficoltà al suo funzionamento nel medio o lungo termine. Va specificato che queste considerazioni valgono per un'azienda che si trova in una fase di maturità.

Infatti, l'interpretazione del rendiconto finanziario va sempre contestualizzata al momento di vita dell'azienda: è fisiologico che in una fase iniziale di vita dell'azienda il flusso finanziario dell'attività operativa sia limitato e i flussi finanziari derivano principalmente dall'attività di finanziamento e vengono assorbiti dall'attività di investimento⁴⁵.

2.5.1 Analisi dei segni dei flussi finanziari delle tre attività

Il punto di partenza per una corretta interpretazione del rendiconto finanziario⁴⁶ è, quindi, l'analisi del segno del flusso finanziario dell'attività operativa che dovrebbe essere positivo. Infatti, il flusso finanziario dell'attività operativa esprime l'autofinanziamento generato dalla gestione reddituale, la quale, in un'azienda sana, deve essere in grado di produrre sufficienti mezzi finanziari per soddisfare le esigenze di investimento, di rimborso del debito e di remunerazione dei soci.

⁴⁵ Per approfondimenti si vedano A. SOFIA, *Analisi del rendiconto finanziario*, FrancoAngeli, Milano, 2022, pp.71-80, V DICKINSON., *Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle*, *The Accounting Review*, 86(6), pp. 1969-1994, 2011.

⁴⁶ Per approfondimenti sull'interpretazione del rendiconto finanziario si vedano, in particolare, I. FACCHINETTI, *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi. Formazione, lettura e interpretazione del rendiconto previsionale e consuntivo. Procedure, schemi ed esempi*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2007, C. TEODORI, *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino, 2015. Inoltre, per approfondimenti sulla capacità del segno assunto dai flussi finanziari di prevedere situazioni di dissesto finanziario si vedano, ad esempio, G. KORDESTANI., V. BIGLARI, M. BAKHTIARI, *Ability of Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress*, *Business: Theory and Practice*, 12(3), 277-285, 2011, N. SAYARI, F.N. MUGAN, *Cash flow statement as an evidence for financial distress*, *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), pp. 95-103, 2013, A. SHAMSUDIN, A. KAMALUDDIN, *Impending bankruptcy: Examining cash flow pattern of distress and healthy firms*, *Procedia Economics and Finance*, 31(1), pp. 766-774, 2015, A. ADERIN, O. AMEDE, *Cash Flow Patterns and Financial Distress Prediction: Array*, *The Journal of Accounting and Management*, 12(1), 2022.

In secondo luogo, occorre comprendere di quale ammontare il flusso finanziario dell'attività operativa sia positivo, ossia se le risorse generate siano superiori o inferiori al fabbisogno di investimento, di rimborso del debito e di remunerazione ai soci.

Nella tabella sono riportati i vari casi che possono verificarsi quando il flusso finanziario dell'attività operativa assume segno positivo.

Figura 2.6 – Segni dei flussi finanziari con il flusso dell'attività operativa positivo.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
CASO 1	+	-	-
CASO 2	+	-	+
CASO 3	+	+	-
CASO 4	+	+	+

Fonte: elaborazione personale.

Il “caso 1” mostra una situazione di crescita equilibrata dove il flusso finanziario dell'attività operativa genera risorse sufficienti per coprire gli investimenti, per il servizio del debito e per la remunerazione dei soci. Infatti, il flusso finanziario dell'attività di investimento e quello dell'attività di finanziamento assumono segno negativo in quanto assorbono le risorse generate dalla gestione operativa. Questa rappresenta la situazione ideale per le aziende sane.

Occorre precisare che il flusso dell'attività di investimento negativo può derivare sia da investimenti industriali che finanziari. Nel primo caso gli

investimenti possono essere di sostituzione di immobilizzazioni ormai obsolete o non funzionanti, oppure possono essere realizzati con finalità di crescita. In un'azienda redditizia e in salute ci si aspetta un volume fisiologico di investimenti⁴⁷. Nel caso di investimenti finanziari l'impresa potrebbe investire in partecipazioni correlate o diversificate.

Il flusso dell'attività di finanziamento negativo sta a significare che l'impresa rimborsa fonti esterne a medio-lungo termine, a breve, di capitale proprio e paga i dividendi. Nel caso di prevalenza del rimborso di fonti esterne a medio-lungo termine l'impresa riduce gli oneri finanziari e diminuisce il grado di dipendenza dai terzi, ma questo potrebbe anche essere sintomo della mancanza di una politica di sviluppo dell'azienda. Nel caso di prevalenza nel rimborso di fonti esterne a breve, soprattutto i conti correnti bancari passivi, il giudizio è positivo in quanto si riduce il grado di dipendenza dai terzi, il peso degli oneri finanziari e aumentano le possibilità di ottenere nuovi prestiti in futuro. Nel caso di prevalenza nel rimborso delle fonti esterne di capitale proprio, esclusa la situazione in cui il rimborso avviene poiché il capitale è esuberante rispetto alle necessità aziendali, il giudizio è negativo dal momento che l'azienda si priva dei mezzi che costituiscono il capitale di rischio, senza che a questo si associ una riduzione degli oneri finanziari. Nel caso

⁴⁷ Le esigenze di investimento sono determinate dalle caratteristiche del settore: nei settori ad alta intensità di capitali, o ad alto sviluppo tecnologico il fabbisogno è elevato, mentre nei settori maturi il fabbisogno è basso. In generale, qualsiasi azienda necessita di un volume minimo di investimenti per la sua sopravvivenza.

di prevalenza del pagamento dei dividendi, il giudizio è positivo se la finalità è quella di favorire future operazioni sul capitale, mentre il giudizio è negativo negli altri casi in quanto si sta privando l'azienda dei mezzi propri.

Il “caso 2” rivela che le risorse generate dalla gestione operativa non sono sufficienti per soddisfare il fabbisogno connesso all'attività di investimento e per questo motivo l'impresa deve ricorrere a fonti esterne, di terzi o di capitale proprio. Il ricorso al capitale di terzi si associa ad un giudizio negativo, soprattutto se l'impresa ricorre all'indebitamento bancario a breve termine⁴⁸, poiché aumenta il grado di dipendenza dai terzi, crescono gli oneri finanziari e si hanno problematiche di rimborso dei debiti contratti in futuro, oltre ad una minore forza contrattuale nel caso in cui per l'impresa si renda necessario chiedere ulteriori mezzi finanziari al mercato. Il ricorso al capitale proprio non si associa ad un giudizio negativo in quanto l'impresa si mantiene indipendente dai terzi⁴⁹. Questa situazione è tipica di aziende in via di sviluppo che godono di varie opportunità di investimento redditizie e di sufficiente credibilità per accedere al capitale di credito e di rischio.

⁴⁸ Soprattutto se l'indebitamento bancario a breve termine è destinato al finanziamento degli investimenti a medio-lungo termine.

⁴⁹ La scelta delle fonti di finanziamento tra debito e capitale proprio dipende anche dall'effetto leva finanziaria, ossia dall'impatto determinato sulla redditività aziendale da una variazione della struttura finanziaria. Per approfondimenti sull'effetto leva si vedano A. MANELLI, R. PACE., *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2020, pp. 146-156. Per approfondimenti sulla tematica della scelta della struttura finanziaria ottimale si vedano, ad esempio, O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013, A. MANELLI, R. PACE, *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2020, pp. 111-163.

Il “caso 3” rivela che le risorse generate dalla gestione operativa non sono sufficienti per far fronte agli impegni finanziari, di conseguenza vengono generate ulteriori risorse mediante disinvestimenti di attività fisse. Il giudizio non può che essere negativo se l’impresa sta vendendo immobilizzazioni tecniche smantellando il suo apparato produttivo per generare risorse. Al contrario, se l’impresa si trova in una fase di cambiamento strategico che implica una modifica del *core business*, il giudizio è positivo, poiché l’impresa sta riconvertendo il suo apparato produttivo per meglio operare in futuro⁵⁰.

Il “caso 4” mostra una particolare situazione in cui l’impresa non solo genera risorse dall’attività operativa, ma vengono prodotte più risorse rispetto a quelle impiegate anche dall’attività di investimento e di finanziamento. Questa situazione, caratterizzata da un’importante generazione di liquidità, può essere il presupposto di nuovi investimenti e acquisizioni.

Ora si analizzano delle situazioni in cui il flusso finanziario dell’attività operativa assume segno negativo. I vari casi che possono verificarsi sono riportati nella tabella seguente.

⁵⁰ In questo caso, il flusso positivo dell’attività di investimento è temporaneo (salvo il caso di liquidazione della società) poiché, nel breve periodo, sarà richiesto un fabbisogno finanziario per la sostituzione degli investimenti dismessi.

Figura 2.7 – Segni dei flussi finanziari con il flusso dell'attività operativa negativo.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
CASO 5	-	+	+
CASO 6	-	-	+
CASO 7	-	+	-
CASO 8	-	-	-

Fonte: elaborazione personale.

Quando il flusso finanziario dell'attività operativa assume segno negativo significa che la liquidità non viene creata, ma viene assorbita dalla gestione operativa. In generale, questa rappresenta la peggiore situazione per le imprese che si trovano in una fase di maturità. Tale condizione può essere determinata da una gestione problematica del capitale circolante⁵¹ e/o da una scarsa redditività. Il giudizio in entrambi i casi è negativo, ma la situazione più grave si ha quando i ricavi monetari non riescono a coprire i costi monetari determinando il mancato raggiungimento dell'equilibrio economico e di conseguenza di quello monetario.

Il “caso 5” rivela che l'azienda copre il fabbisogno derivante dall'attività operativa con le risorse provenienti dalla dismissione di investimenti e da fonti esterne. Nonostante il flusso finanziario dell'attività operativa sia negativo, se

⁵¹ Ad esempio, possono verificarsi dei ritardi negli incassi dei crediti dovuti ad un allungamento dei termini di incasso o a delle difficoltà nella riscossione. Il livello delle scorte può aumentare a seguito di cambiamenti nelle politiche di gestione delle stesse o problematiche connesse alla vendita. Infine, se l'impresa ha un minor potere contrattuale rispetto ai suoi fornitori, questi potrebbero richiedere un tempo di pagamento dei debiti inferiore.

l'impresa riesce a ottenere risorse dai mercati finanziari significa che gode ancora di credibilità. La situazione è temporanea, infatti, se l'attività operativa non genera più risorse l'impresa si troverà presto in difficoltà finanziaria. Come detto in precedenza, il fatto che l'impresa generi liquidità mediante la dismissione di attività fisse si associa ad un giudizio negativo.

Il “caso 6” rappresenta una situazione tipica per le aziende che si trovano in una fase iniziale della loro vita dove sono necessari investimenti in immobilizzazioni materiali, immateriali e in capitale circolante che vengono coperti grazie a fonti esterne di finanziamento⁵². Da questo si comprende come la situazione descritta risulti problematica nel caso di un'azienda in fase di maturità dove l'attività operativa assorbe risorse, anziché generarle. Il fatto che l'azienda continui ad investire potrebbe anche indicare che la situazione di negatività del flusso finanziario dell'attività operativa sia temporanea. In caso contrario, se le risorse utilizzate derivano da finanziamenti di terzi e il flusso dell'attività operativa continua ad essere negativo, l'impresa non avrà le risorse necessarie per il pagamento degli oneri finanziari e il rimborso dei debiti contratti.

⁵² Si evidenzia che nel breve termine l'effetto economico sarà diverso a seconda che il flusso dell'attività di finanziamento derivi da versamenti dei soci o da finanziamenti di terzi fruttiferi di interessi.

Il “caso 7” indica un’azienda con gravi problemi di natura economica e finanziaria che copre il fabbisogno generato dall’attività operativa e di finanziamento con le risorse derivanti dalla dismissione di investimenti.

Il “caso 8”, ad eccezione della situazione temporanea in cui l’impresa ha accumulato della liquidità in eccedenza nei periodi precedenti e riesce quindi a far fronte sia agli impegni finanziari che investire in capitale circolante e fisso senza incorrere in uno stato di insolvenza, denota una situazione di grave difficoltà gestionale non sostenibile nel medio-lungo periodo.

2.5.2 Riclassificazione del rendiconto finanziario per aree gestionali

Il rendiconto finanziario, come avviene per lo stato patrimoniale e per il conto economico, può essere riclassificato, ossia i flussi finanziari che producono una variazione nella risorsa di riferimento vengono organizzati diversamente rispetto a quanto previsto dal principio contabile nazionale OIC 10, in modo da far emergere dei risultati intermedi, i margini, utilizzati per l’interpretazione del rendiconto finanziario e per la costruzione di indici.

Di seguito verrà presentato il rendiconto finanziario redatto secondo il criterio gestionale, ossia i flussi finanziari vengono aggregati in base all’area gestionale che li ha generati, individuando i seguenti risultati⁵³:

- i flussi della gestione caratteristica;

⁵³ La classificazione è presa da M. ALLEGRINI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l’analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023.

- i flussi della gestione extra-caratteristica;
- i flussi relativi a investimenti finanziari;
- i flussi della gestione dei finanziamenti;
- i flussi della gestione dei mezzi propri;
- i flussi della gestione straordinaria.

Occorre precisare che, in questo caso, la risorsa finanziaria di riferimento è la liquidità netta, cioè si considerano la cassa e le banche attive e passive⁵⁴.

Analizziamo nello specifico il contenuto dei flussi.

La gestione caratteristica si divide in gestione caratteristica corrente e non corrente. I flussi della gestione caratteristica corrente fanno riferimento alle operazioni di vendita e di acquisto dei fattori produttivi di esercizio. I flussi della gestione caratteristica non corrente fanno riferimento agli acquisti e alle dismissioni dei fattori produttivi a carattere pluriennale, ossia gli investimenti in immobilizzazioni strumentali necessari allo svolgimento dell'attività tipica e prevalente dell'impresa.

I flussi della gestione caratteristica sono determinati con il metodo indiretto e sono di seguito riportati.

⁵⁴ I valori della risorsa di riferimento si ottengono sottraendo alla voce C.IV "Disponibilità liquide" dello stato patrimoniale attivo, i debiti a breve verso le banche per la parte esigibile entro l'esercizio successivo, voce D.4 del passivo.

Figura 2.8 – Cash flow caratteristico.

Ebit (+) Costi caratteristici non monetari che non incidono sul CCN operativo (-) Ricavi caratteristici non monetari che non incidono sul CCN operativo (-) Ricavi (+) costi monetari da trasferire nella gestione investimenti
<i>a. Flusso di circolante della gestione caratteristica corrente</i>
(-) Incremento (+ decremento) rimanenze (-) Incremento (+ decremento) crediti caratteristici (+) Incremento (- decremento) debiti caratteristici
<i>b. Totale variazioni del capitale circolante netto caratteristico</i>
<i>c. (-) Utilizzo fondi rischi e oneri e trattamento di fine rapporto</i>
<i>d. (-) Imposte pagate relative al reddito caratteristico</i>
Cash flow gestione caratteristica corrente (a+b+c+d)
(-) Investimenti tecnici (+) Disinvestimenti tecnici
Cash flow gestione investimenti caratteristici

Fonte: ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.52.

I costi caratteristici non monetari che non incidono sul capitale circolante netto sono ammortamenti, svalutazioni di immobilizzazioni e accantonamenti a fondi iscritti nelle passività consolidate⁵⁵. I ricavi caratteristici non monetari che non incidono sul capitale circolante netto sono, ad esempio, delle sopravvenienze attive da esuberanza dei fondi⁵⁶.

⁵⁵ Si considerino le seguenti voci del conto economico: B.9.c “trattamento di fine rapporto”, B.9.d “trattamento di quiescenza e simili”, B.10.a “ammortamento delle immobilizzazioni immateriali”, B.10.b “ammortamento delle immobilizzazioni materiali”, B.10.c “altre svalutazioni delle immobilizzazioni”, B.12 “accantonamenti per rischi” e B.13 “altri accantonamenti”. Devono essere considerate solo le poste incluse nel reddito operativo caratteristico.

⁵⁶ Voce A.5 “altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio” del conto economico.

I ricavi e i costi monetari da trasferire nella gestione degli investimenti sono le plusvalenze e le minusvalenze⁵⁷.

Fatte le precedenti rettifiche si ottiene un primo risultato intermedio: il flusso di circolante della gestione caratteristica corrente. Tale flusso va rettificato delle variazioni del capitale circolante netto, ossia delle variazioni delle rimanenze⁵⁸, dei crediti⁵⁹ e dei debiti⁶⁰.

Al totale delle variazioni del capitale circolante netto caratteristico si deve poi sottrarre l'utilizzo, fatto nel corso dell'esercizio, dei fondi rischi e oneri e trattamento di fine rapporto⁶¹ e le imposte pagate relative al reddito caratteristico⁶².

In questo modo si determina il flusso di cassa della gestione caratteristica corrente.

⁵⁷ Voci A.5 "altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio" e B.14 "oneri diversi di gestione" del conto economico.

⁵⁸ La variazione delle rimanenze si ottiene dalla somma delle voci A.2 "variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti", A.3 "variazioni dei lavori in corso su ordinazione", B.11 "variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci" del conto economico e la classe D "Ratei e risconti" dell'attivo dello stato patrimoniale, solo per la variazione dei risconti attivi non finanziari.

⁵⁹ La variazione dei crediti si ottiene dalla differenza dei crediti iscritti alla voce C.II 1 "verso clienti" e gli altri crediti della sottoclasse C.II purché riferiti all'attività caratteristica. Va inclusa la variazione dei ratei attivi iscritti alla classe D dello stato patrimoniale attivo.

⁶⁰ La variazione dei debiti si ottiene dalla differenza tra il valore dei debiti caratteristici iscritti alla voce D dello stato patrimoniale passivo (esclusi i debiti tributari e i debiti di finanziamento) e la variazione dei risconti passivi alla classe E.

⁶¹ L'informazione relativa all'utilizzo dei fondi rischi e oneri e trattamento di fine rapporto è contenuta nella nota integrativa.

⁶² Per determinare il valore delle imposte pagate nell'esercizio, alle imposte di competenza (voce 20 del conto economico) va sottratta la variazione dei debiti per imposte sul reddito (voce D.12 "debiti tributari") e vanno aggiunti i crediti per imposte sul reddito (voce C.II 5-bis "crediti tributari").

Per ottenere il flusso di cassa della gestione caratteristica non corrente, ossia il flusso di cassa della gestione degli investimenti caratteristici, vanno sommati algebricamente gli investimenti e i disinvestimenti tecnici, al netto dei debiti e dei crediti sorti per l'acquisto e la cessione di immobilizzazioni⁶³.

La gestione extra-caratteristica riguarda tutte quelle operazioni che non appartengono alla gestione caratteristica, ma che da quella traggono origine o che con essa hanno una relazione.

Il flusso di cassa extra-caratteristico si determina nel modo che segue:

Figura 2.9 – Cash flow extra-caratteristico.

(+) Incassi per proventi extra-caratteristici
(-) Uscite per costi di esercizio extra-caratteristici
(-) Imposte sul reddito extra-caratteristico
(-) Investimenti netti extra-caratteristici
Cash flow extra-caratteristico

Fonte: ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.53.

Gli incassi per proventi extra-caratteristici derivano da fitti attivi di immobili civili o interessi ed altri proventi generati da investimenti finanziari, mentre le uscite per costi di esercizio extra-caratteristici derivano da spese di manutenzione di immobili non strumentali, commissioni bancarie su operazioni accessorie compiute

⁶³ Le informazioni relative agli investimenti e alle dismissioni di immobilizzazioni materiali e immateriali sono contenute nella nota integrativa.

Si ricorda che le dismissioni di immobilizzazioni devono essere presentate al valore di realizzo e non al valore netto contabile. Al valore netto contabile vanno quindi sommate eventuali plusvalenze (voce A.5 “altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio”) e sottratte eventuali minusvalenze (voce B.14 “oneri diversi di gestione”).

e da investimenti extra-caratteristici effettuati⁶⁴. Devono essere considerate anche le imposte maturate sui proventi netti extra-caratteristici.

I flussi relativi a investimenti finanziari fanno riferimento a crediti finanziari, partecipazioni⁶⁵, titoli obbligazionari, ratei e risconti finanziari e tutti quegli investimenti finanziari prontamente liquidabili.

Il flusso di cassa relativo a investimenti finanziari si determina nel modo seguente:

Figura 2.10 – Cash flow investimenti finanziari.

(-) Investimenti finanziari
(+) Disinvestimenti finanziari
(+) Incasso di proventi finanziari su investimenti finanziari
(-) Imposte pagate su proventi finanziari
Cash flow investimenti finanziari

Fonte: ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.54.

La gestione dei finanziamenti riguarda quelle operazioni necessarie per reperire risorse sotto forma di capitale di terzi.

⁶⁴ I proventi extra-caratteristici sono contenuti alla voce A.5 “altri ricavi e proventi” e C.15 “proventi da partecipazioni” del conto economico, mentre gli oneri sono contenuti nella voce B.14 “oneri diversi di gestione”.

Gli investimenti extra-caratteristici sono compresi nella voce B.II.1 “terreni e fabbricati” dell’attivo dello stato patrimoniale per quanto riguarda gli immobili civili e nelle voci B.III “Immobilizzazioni finanziarie” e C.III “Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni” per altri investimenti atipici. Il valore delle attività finanziarie deve essere rettificato di eventuali rivalutazioni e svalutazioni (classe D “Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie” del conto economico).

Gli investimenti extra-caratteristici devono essere considerati al netto dei debiti e dei crediti sorti.

⁶⁵ Rientrano in questa categoria le partecipazioni acquistate per brevi periodi o per investire delle eccedenze di liquidità e ottenere dei dividendi o delle plusvalenze dalla loro rivendita.

I flussi della gestione dei finanziamenti sono di seguito riportati:

Figura 2.11 – Cash flow finanziamenti.

(+) Accensione di nuovi finanziamenti
(-) Rimborso di finanziamenti
(-) Pagamento di interessi passivi
(+) <i>Tax benefit</i> su interessi passivi
Cash flow finanziamenti

Fonte: ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.55.

La gestione dei finanziamenti comprende non solo l'accensione e il rimborso dei finanziamenti, ma anche il pagamento degli interessi passivi che rappresentano la remunerazione per i finanziatori dell'impresa⁶⁶. Inoltre, viene considerato l'effetto fiscale positivo che la deducibilità degli interessi passivi produce.

La gestione dei mezzi propri riguarda quelle operazioni necessarie per reperire risorse sotto forma di capitale proprio.

Il flusso della gestione dei mezzi propri si determina nel modo seguente:

⁶⁶ L'informazione sull'accensione e sul rimborso dei finanziamenti è contenuta nella nota integrativa.

Gli interessi passivi sono indicati nella voce C.17 "interessi e altri oneri finanziari" del conto economico. Inoltre, l'articolo 2427 del Codice civile, al punto 12, specifica che la nota integrativa deve indicare "la suddivisione degli interessi ed altri oneri finanziari, indicati nell'articolo 2425, n. 17), relativi a prestiti obbligazionari, a debiti verso banche, e altri".

Figura 2.12 – Cash flow soci.

(+) Aumento reale del capitale sociale e versamenti dei soci (-) Rimborso del capitale sociale e riduzione di riserve (-) Pagamento di dividendi
Cash flow soci

Fonte: ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.56.

Si deve considerare la variazione reale del capitale sociale e non quella nominale poiché quest'ultima non modifica il valore del patrimonio netto. Inoltre, deve essere presa in esame anche la classe A “Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, con separata indicazione della parte già richiamata” dell'attivo dello stato patrimoniale.

Per quanto riguarda la riduzione delle riserve, le informazioni relative all'utilizzo delle riserve sono contenute nella nota integrativa⁶⁷.

Infine, l'informazione sui dividendi pagati non è contenuta nei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico e può essere dedotta dal confronto delle voci di patrimonio netto tra due esercizi consecutivi⁶⁸.

⁶⁷ L'articolo 2427 del Codice civile, al punto 7-bis, specifica che “le voci di patrimonio netto devono essere analiticamente indicate, con specificazione in appositi prospetti della loro origine, possibilità di utilizzazione e distribuibilità, nonché della loro avvenuta utilizzazione nei precedenti esercizi”.

⁶⁸ Dall'utile dell'esercizio precedente (A.IX “Utile (perdita) dell'esercizio”) deve essere sottratto l'aumento della riserva legale (A.IV “Riserva legale”), delle riserve statutarie (A.V “Riserve statutarie”) e straordinarie (A.VI “Altre riserve, distintamente indicate”). Si presuppone, però, che le riserve siano state movimentate durante l'esercizio solo per l'accantonamento degli utili dell'esercizio precedente.

I flussi della gestione straordinaria riguardano delle sopravvenienze attive e passive che si sono verificate nell'esercizio.

I flussi della gestione straordinaria sono di seguito riportati:

Figura 2.13 – Cash flow straordinario.

(+) Incassi per proventi straordinari
(-) Uscite per oneri straordinari
(-) Uscite per imposte legate a proventi straordinari / (+) <i>Tax benefit</i> su oneri straordinari
Cash flow straordinario

Fonte: ALLEGRI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.56.

I proventi e gli oneri straordinari sono indicati nel conto economico nelle voci A.5 “altri ricavi e proventi” e B.14 “Oneri diversi di gestione”⁶⁹. Alcuni esempi di proventi e oneri straordinari sono le liberalità ricevute o effettuate, gli ammanchi di cassa per furti e la riscossione di crediti di esercizi precedenti già stralciati perché considerati non recuperabili.

I flussi delle varie gestioni fin qui analizzati possono essere sommati algebricamente tra loro per formare ulteriori risultati intermedi significativi ai fini dell'interpretazione del rendiconto finanziario: il *free cash flow* caratteristico, il *free cash flow* operativo globale e il *free cash flow to equity*.

Le diverse configurazioni di *free cash flow* e le modalità di calcolo sono di seguito riportate.

⁶⁹ Il D.lgs. 139/2015, attuativo della Direttiva Comunitaria 2013/34/UE, ha eliminato la sezione E del conto economico destinata ad accogliere i proventi e gli oneri straordinari.

Figura 2.14 – Le diverse configurazioni di free cash flow.

Cash flow caratteristico corrente	(figura 2.8)
+ Cash flow investimenti caratteristici	(figura 2.8)
Free cash flow caratteristico	
+ Cash flow extra-caratteristico	(figura 2.9)
+ Cash flow straordinario	(figura 2.13)
Free cash flow operativo globale	
+ Cash flow investimenti finanziari	(figura 2.10)
+ Cash flow finanziamenti	(figura 2.11)
Free cash flow to equity	
+ Cash flow soci	(figura 2.12)
Cash flow netto	

Fonte: adattamento di ALLEGRI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.76.

Il *cash flow* netto corrisponde alla variazione della liquidità netta ed è dato dalla somma algebrica di tutti i flussi parziali. L'informazione che questo flusso dà è poco rilevante ai fini dell'interpretazione del rendiconto finanziario che deve necessariamente focalizzarsi sulla composizione dei flussi parziali.

2.5.3 Interpretazione dei *cash flow* risultanti dalla riclassificazione

Analizziamo ora nel dettaglio il significato dei vari *cash flow*.

Il primo flusso da analizzare è il flusso di circolante della gestione caratteristica corrente (figura 2.8, risultato *a.*), ossia quel flusso su cui non incidono i costi e i ricavi non monetari. Rappresenta la capacità di autofinanziamento della gestione

caratteristica corrente e per questo motivo dovrebbe avere segno positivo. Si precisa però che si tratta di un autofinanziamento di capitale circolante netto e non di liquidità. Infatti, viene definito un flusso potenziale di liquidità che diverrà effettivo una volta considerata la dinamica delle rimanenze, dei crediti e debiti operativi⁷⁰.

Il *cash flow* caratteristico corrente è un flusso fondamentale per poter esprimere un giudizio positivo sulla dinamica finanziaria dell'impresa, in quanto rappresenta la capacità dell'azienda di generare disponibilità liquide tramite la gestione caratteristica corrente. Per questo motivo, il flusso in esame dovrebbe assumere segno positivo e tanto più l'incidenza sul *cash flow* netto è elevata, tanto più il giudizio sarà positivo. Inoltre, l'importanza del *cash flow* caratteristico corrente deriva anche dalla sua potenziale ripetibilità nel tempo.

A differenza del flusso di circolante della gestione caratteristica corrente visto in precedenza, il *cash flow* caratteristico corrente è influenzato dalla dinamica delle rimanenze, dei crediti e dei debiti operativi. In particolare, dipende dai volumi di produzione e di vendita, dal costo di acquisto/produzione e dai prezzi di vendita, dai tempi medi di giacenza delle rimanenze e di dilazione dei crediti e dei debiti operativi. Ad esempio, se si allungano i tempi medi di giacenza delle rimanenze e di dilazione dei crediti verso i clienti si avrà un *cash flow* caratteristico corrente inferiore al flusso di circolante della gestione caratteristica corrente. “In generale,

⁷⁰ Astrattamente, in assenza di variazioni delle rimanenze, dei crediti e dei debiti operativi, il flusso di cassa della gestione caratteristica coinciderebbe con il *cash flow* caratteristico corrente.

quanto più aumenta il “ciclo monetario” tanto più si amplia il “gap” di segno negativo tra il flusso di liquidità della gestione caratteristica corrente e il flusso di circolante”⁷¹.

Il *cash flow* investimenti caratteristici, generalmente, ha segno negativo in quanto le risorse assorbite dalla gestione dei beni strumentali sono superiori alle risorse generate. Questo si spiega con il fatto che gli investimenti effettuati sono necessari non solo per sostituire i beni strumentali ormai obsoleti, ma anche per acquisire nuovi fattori produttivi strumentali in una logica di espansione.

Nel caso in cui il flusso in esame ha segno positivo significa che l’impresa sta dismettendo beni strumentali in modo significativo. Occorre comprendere la motivazione dietro questa scelta: l’impresa potrebbe aver bisogno di risorse che non riesce a generare a sufficienza con la gestione caratteristica corrente. In questo caso il giudizio sarà negativo. Oppure potrebbe accadere che il flusso sia positivo nel caso in cui il valore di realizzo sia elevato per via di plusvalenze notevoli.

Dalla somma algebrica del *cash flow* caratteristico corrente e del *cash flow* investimenti si ottiene il *free cash flow* caratteristico.

Il *free cash flow* caratteristico è quel flusso necessario per il rimborso dei debiti finanziari, il pagamento degli interessi e, per ciò che residua, per il pagamento dei

⁷¹ M. ALLEGRI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l’analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.188.

Per un esempio sugli effetti prodotti dalla variazione nei volumi di produzione e dei tempi di dilazione sul flusso di cassa si veda lo stesso libro alle pagine 189-193.

dividendi e per questo dovrebbe assumere un valore positivo, soprattutto in un arco temporale non breve. Infatti, un valore negativo del *free cash flow* caratteristico in un esercizio non si associa a un giudizio sfavorevole sulla dinamica finanziaria dell'impresa se è giustificato da politiche di investimento sostenute, finalizzate ad ampliare la capacità produttiva. Occorre però, in questo caso, che il *cash flow* caratteristico corrente sia positivo.

Il *cash flow* extra-caratteristico, generalmente, dovrebbe produrre un flusso positivo in quanto gli investimenti extra-caratteristici vengono attuati con la finalità di ottenere, anche nel breve termine, delle entrate finanziarie nette. È evidente che nell'esercizio in cui tali investimenti sono effettuati verrà assorbita più liquidità di quella prodotta.

Il *cash flow* straordinario è un flusso che, per sua natura, è destinato a non ripetersi nel tempo e per questo motivo non è possibile dire quale valore dovrebbe assumere, né esprimere un giudizio.

Dalla somma algebrica del *free cash flow* caratteristico, del *cash flow* extra-caratteristico e del *cash flow* straordinario si ottiene il *free cash flow* operativo globale.

Il *free cash flow* operativo globale è quel flusso necessario per il rimborso dei debiti finanziari, il pagamento degli interessi e per ciò che residua per il pagamento dei dividendi, come lo è il *free cash flow* caratteristico. La differenza è che, in

questo caso, il flusso è influenzato anche dalla dinamica della gestione extra-caratteristica e straordinaria.

Il *cash flow* investimenti finanziari viene utilizzato dalle imprese nel caso in cui abbiano bisogno di liquidità, andando a dismettere gli investimenti che siano prontamente liquidabili per ottenere un flusso in entrata. Non è possibile esprimere un giudizio sul valore del flusso.

Il *cash flow* finanziamenti dovrebbe presentare una correlazione inversa rispetto al *free cash flow* caratteristico. Infatti, se la gestione caratteristica (corrente e non corrente) genera un fabbisogno di liquidità, questo deve essere coperto dal *cash flow* dei finanziamenti. Al contrario, se la gestione caratteristica produce liquidità, questa verrà utilizzata per rimborsare il debito e pagare gli interessi. L'andamento della gestione dei finanziamenti dipende anche dalle possibilità offerte dai mercati finanziari e dal rapporto dell'impresa con i suoi finanziatori: se venisse meno la fiducia verso l'azienda da parte delle banche e dei finanziatori potrebbe risultare difficile accedere a nuovi finanziamenti, se non a condizioni svantaggiose.

Dalla somma algebrica del *free cash flow* operativo globale, del *cash flow* investimenti finanziari e del *cash flow* finanziamenti si ottiene il *free cash flow to equity*.

Il *free cash flow to equity* è quel flusso destinato al pagamento dei dividendi e al rimborso di quote di capitale. Nel singolo esercizio il flusso potrebbe anche non

essere positivo, purché lo sia in un arco temporale non breve per dar prova dell'avvenuta creazione di valore.

Il *cash flow* soci è un flusso residuale e dipende dall'andamento del *free cash flow* caratteristico, del *cash flow* degli investimenti finanziari e del *cash flow* dei finanziamenti. In generale, dovrebbe avere segno opposto rispetto alla sommatoria dei tre flussi.

Inoltre, la politica dei dividendi attuata dall'impresa deve essere adeguata alle sue capacità finanziarie: un eventuale squilibrio sarà evidenziato dall'analisi del rendiconto finanziario. L'articolo 2433 del Codice civile, al secondo comma, afferma che "Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato". Anche nel caso in cui il bilancio chiuda in utile, se il *cash flow* caratteristico corrente fosse negativo, il pagamento dei dividendi dovrebbe essere finanziato ricorrendo al debito o tramite la dismissione di investimenti.

L'analisi del rendiconto finanziario ci permette, quindi, di comprendere se l'impresa ha sufficienti risorse per sostenere gli investimenti, per il servizio del debito e per distribuire i dividendi ai soci. Tutto dipende dal segno e dall'entità del *cash flow* caratteristico corrente: tanto più aumenta la sua incidenza sul *cash flow* netto e tanto più ci saranno risorse da impiegare per la copertura dei fabbisogni da soddisfare. In caso contrario, l'impresa dovrà effettuare delle scelte e selezionare le sue priorità. Ad esempio, nel caso in cui il *cash flow* caratteristico corrente fosse

negativo, l'impresa per rimborsare dei finanziamenti in scadenza potrebbe attuare delle politiche di dismissione degli investimenti, richiedere risorse ai soci, accendere nuovi finanziamenti o utilizzare delle riserve di liquidità esistenti, tutte operazioni che permettono di generare cassa, ma che non possono essere ripetute nel tempo. Inoltre, nei casi in cui la liquidità iniziale sia eccedente rispetto a una soglia minima stabilita dalla società, potrebbe essere utilizzata per la copertura dei fabbisogni da soddisfare.

Oltre a questo, dalla costruzione del rendiconto finanziario con il metodo indiretto si comprende la differenza tra il flusso reddituale e il flusso finanziario, data dai costi e dai ricavi non monetari, dalle variazioni delle rimanenze, dei crediti e dei debiti operativi e, inoltre, si può capire perché, pur in presenza di una redditività di segno positivo, la liquidità si è ridotta o viceversa.

Il valore del *cash flow* caratteristico corrente dipende dalla redditività caratteristica che rappresenta le condizioni di economicità della gestione caratteristica, dai costi e ricavi non monetari che spiegano la differenza tra il reddito e il flusso di circolante della gestione caratteristica e dalla variazione delle rimanenze, dei crediti e dei debiti operativi che spiega lo scostamento tra il flusso di circolante e il flusso di cassa. Ad esempio, un'azienda con un reddito operativo caratteristico negativo può comunque avere un *cash flow* caratteristico positivo se presenta elevati ammortamenti che non incidono sul flusso di cassa e se riesce ad agire sulla politica del circolante, riducendo rimanenze e crediti. Oppure,

un'azienda potrebbe presentare un reddito operativo caratteristico positivo, ma un *cash flow* caratteristico negativo, poiché il flusso di circolante della gestione caratteristica corrente viene assorbito dall'incremento delle rimanenze e dei crediti⁷².

In conclusione, si ricorda che per esprimere un giudizio sulla situazione finanziaria dell'impresa non è possibile prendere come riferimento il singolo esercizio, ma l'analisi deve necessariamente svilupparsi per un arco temporale più ampio, di almeno tre esercizi, facendo anche riferimento alla situazione del settore e delle aziende concorrenti.

2.5.4 Rendiconto finanziario per aree gestionali percentualizzato

Per avere un'immediata percezione del fatto che l'azienda si trovi in una situazione di equilibrio o di squilibrio è possibile costruire il rendiconto finanziario per aree gestionali percentualizzato, distinguendo i vari *cash flow* tra impieghi e fonti, a seconda che assorbano o generino liquidità⁷³, e poi calcolando la percentuale di incidenza per ciascuna classe di flusso⁷⁴.

⁷² L'incremento delle rimanenze e dei crediti può essere fisiologico, nel caso di aziende in crescita che aumentano i volumi di produzione e i tempi di giacenza delle rimanenze, o patologico, nel caso di problematiche nella gestione del magazzino o di incaglio dei crediti verso i clienti.

⁷³ I flussi con segno negativo rientrano tra gli impieghi e i flussi con segno positivo rientrano tra le fonti.

⁷⁴ La percentuale di incidenza si calcola rapportando il valore del singolo flusso con il totale degli impieghi o delle fonti, a seconda della natura del flusso. Le percentuali di incidenza sono indici di composizione.

In una situazione di equilibrio dovrebbe risultare che le fonti siano costituite prevalentemente dal *cash flow* caratteristico e quel flusso dovrebbe essere impiegato per gli investimenti caratteristici, il servizio dei debiti finanziari e il pagamento dei dividendi. Ciò che residua, ossia il *cash flow* netto, andrà ad incrementare la risorsa finanziaria di riferimento.

La situazione appena descritta è riportata nel seguente esempio:

Figura 2.15 – Rendiconto finanziario per aree gestionali percentualizzato in situazione di equilibrio.

	Impieghi	Fonti	Impieghi %	Fonti %
CF investimenti caratteristici	2.000.000		64,3%	
CF finanziamenti	500.000		16,1%	
CF soci	200.000		6,4%	
CF netto	410.000		13,2%	
CF caratteristico corrente		3.000.000		96,5%
CF extra-caratteristico		100.000		3,2%
CF straordinario		10.000		0,3%
TOTALE	3.110.000	3.110.000	100,0%	100,0%

Fonte: adattamento di ALLEGRI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.205.

In una situazione di squilibrio, invece, il *cash flow* caratteristico è di segno negativo, ossia anziché generare liquidità la assorbe. La liquidità viene generata tramite la dismissione di investimenti caratteristici, il ricorso all'indebitamento e i

versamenti dei soci⁷⁵: tutte operazioni che hanno natura contingente e non strutturale.

La situazione descritta è riportata nel seguente esempio:

Figura 2.16 - Rendiconto finanziario per aree gestionali percentualizzato in situazione di squilibrio.

	Impieghi	Fonti	Impieghi %	Fonti %
CF investimenti caratteristici		2.000.000		58,6%
CF finanziamenti		500.000		14,7%
CF soci		200.000		5,9%
CF extra-caratteristico		200.000		5,9%
CF straordinario		510.000		14,9%
CF netto	410.000		12%	
CF caratteristico corrente	3.000.000		88%	
TOTALE	3.410.000	3.410.000	100,0%	100,0%

Fonte: adattamento di ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.207.

Gli esempi, inoltre, mostrano che due aziende, a parità di *cash flow* netto, presentano una situazione finanziaria molto differente. Questo permette di ribadire un concetto molto importante: per comprendere la dinamica finanziaria delle imprese è necessario focalizzarsi sulla composizione dei vari flussi e non esclusivamente sul valore del *cash flow* netto.

⁷⁵ In particolare, la richiesta di versamenti ai soci in periodi di crisi economico-aziendale permette non solo di ristabilire un equilibrio finanziario e di aumentare la patrimonializzazione dell'impresa evitando che le perdite intacchino il capitale, ma soprattutto di creare fiducia da parte degli *stakeholder* sul futuro dell'azienda.

2.6 INDICI

Con i flussi finanziari finora analizzati è possibile costruire degli indici. In particolare, si tratta di indici di correlazione che confrontano diverse categorie di flussi finanziari.

Gli indici oggetto di analisi sono i seguenti:

- indice di liquidità del reddito operativo;
- indice di autofinanziamento;
- indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento;
- indice di monetizzazione delle vendite;
- indice di autocopertura degli investimenti netti operativi;
- indice di copertura dei finanziamenti;
- indice di copertura dei dividendi;
- indici di sostenibilità del debito.

2.6.1 Indice di liquidità del reddito operativo

L'indice di liquidità del reddito operativo esprime la capacità del reddito operativo di convertirsi in moneta, indicandone la "qualità monetaria". Infatti, in precedenza, è stato visto come, pur in presenza di un reddito elevato, la liquidità può essere negativa per un'elevata incidenza delle rimanenze o dei crediti operativi che determinano una bassa qualità monetaria. Si calcola nel modo che segue:

$$\text{Indice di liquidità del reddito operativo} = \frac{\text{Cash flow caratteristico}}{\text{Reddito operativo caratteristico}}$$

Nel caso in cui l'indice assuma un valore positivo, il giudizio sulla dinamica finanziaria cambia a seconda del segno assunto dal *cash flow* caratteristico e dal reddito operativo caratteristico. Infatti, se entrambi hanno segno positivo, il giudizio sarà positivo dal momento che il reddito operativo si converte in moneta. Se entrambi hanno segno negativo, il giudizio sarà negativo e in questo caso i risultati reddituali negativi determinano un *cash flow* caratteristico negativo.

Nel caso in cui l'indice assuma un valore negativo⁷⁶, il giudizio sulla dinamica finanziaria di breve termine sarà comunque positivo quando il *cash flow* caratteristico assume segno positivo. Al contrario, il giudizio sarà negativo quando il *cash flow* caratteristico assume segno negativo⁷⁷.

L'indice di liquidità del reddito operativo può essere scomposto nei successivi due indicatori: l'indice di autofinanziamento e l'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento.

2.6.2 Indice di autofinanziamento

L'indice di autofinanziamento esprime la capacità del reddito operativo di trasformarsi in flusso di circolante e misura, quindi, la capacità di autofinanziamento dell'impresa, ossia la capacità di accrescere il capitale di finanziamento senza ricorrere a fonti esterne. È dato dal seguente rapporto:

⁷⁶ L'indice assume valori negativi quando vi è una divergenza tra la dinamica reddituale e quella finanziaria.

⁷⁷ Il *cash flow* caratteristico negativo potrebbe essere determinato dall'elevato fabbisogno finanziario prodotto dalla gestione del circolante e/o dalla presenza di elevati ricavi non monetari che incidono sul reddito operativo caratteristico.

$$\text{Indice di autofinanziamento} = \frac{\text{Flusso di circolante netto caratteristico}}{\text{Reddito operativo caratteristico}}$$

Questo indice dipende solamente dalla dinamica dei costi e dei ricavi non monetari.

Per poter esprimere un giudizio positivo sulla dinamica finanziaria dell'impresa, il flusso di circolante netto dovrebbe assumere valori positivi. Occorre quindi focalizzarsi sul segno assunto dal reddito operativo caratteristico: nel caso in cui sia positivo, l'indice dovrebbe assumere un valore superiore all'unità, sfruttando l'incidenza dei costi non monetari; nel caso in cui sia negativo, l'indice dovrebbe assumere un valore negativo. Questo si verifica ad esempio per le aziende che sostengono elevati investimenti e sopportano quindi ammortamenti significativi che però, essendo un costo non monetario, non incidono sul flusso di circolante.

2.6.3 Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento

L'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento esprime la capacità del flusso di circolante di convertirsi in liquidità. È dato dal seguente rapporto:

$$\begin{aligned} &\text{Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento} \\ &= \frac{\text{Cash flow caratteristico corrente}}{\text{Flusso di circolante netto caratteristico}} \end{aligned}$$

Questo indice dipende dalla dinamica del capitale circolante netto operativo e quindi è influenzato dalle variazioni delle rimanenze, dei crediti e dei debiti operativi.

Tanto più il valore dell'indice si avvicina all'unità, o la supera, tanto più avviene la conversione dell'autofinanziamento in liquidità: questo significa che l'impresa riduce il tempo di giacenza delle rimanenze, incassa velocemente i crediti dai suoi clienti e ottiene un aumento delle dilazioni dai fornitori. Se l'indice assume valori prossimi allo zero, o negativi, il capitale circolante netto operativo assorbe molte o addirittura tutte le risorse prodotte dalla gestione caratteristica, determinando, nel secondo caso, la necessità di copertura monetaria da altre gestioni.

2.6.4 Indice di monetizzazione delle vendite

L'indice di monetizzazione delle vendite esprime la redditività delle vendite in termini monetari, per questo viene anche definito "ROS monetario". Si ottiene dal seguente rapporto:

$$\text{Indice di monetizzazione delle vendite} = \frac{\text{Cash flow caratteristico corrente}}{\text{Ricavi di vendita}}$$

L'informazione che si ottiene è relativa al flusso di liquidità che l'azienda genera con i ricavi di vendita, coperti i costi operativi.

È stato evidenziato che "il valore dell'indicatore dipende, oltre che dalle scelte poste in essere dall'impresa, anche dalle caratteristiche del settore di attività, in quanto ve ne sono alcuni nei quali la monetizzazione è strutturalmente bassa. Inoltre, per le modalità con cui è determinato il numeratore, l'indice può essere soggetto a frequenti e repentine modificazioni nel tempo: diventa, quindi, rilevante

la tendenza su periodi medio-lunghi, tenendo in considerazione l'evoluzione dei tassi di redditività operativa e lo sviluppo dell'entità esaminata"⁷⁸.

L'indice di monetizzazione delle vendite può anche essere calcolato come prodotto tra tre indici: il ROS⁷⁹, l'indice di autofinanziamento (2.6.2) e l'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento (2.6.3).

2.6.5 Indice di autocopertura degli investimenti netti operativi

L'indice di autocopertura degli investimenti netti operativi esprime il grado di copertura degli investimenti netti che viene realizzato con le liquidità autogenerate grazie alla gestione caratteristica. Si calcola nel modo seguente:

Indice di autocopertura degli investimenti netti operativi

$$= \frac{\text{Cash flow caratteristico corrente}}{-\text{Cash flow investimenti caratteristici}}^{80}$$

L'indice confronta il risultato della gestione caratteristica corrente con quello della gestione caratteristica non corrente.

L'indice assume un valore superiore all'unità quando l'impresa riesce ad acquisire nuovi beni senza ricorrere a fonti esterne di finanziamento. In questo caso l'autonomia finanziaria nella gestione degli investimenti può derivare, oltre che dal

⁷⁸ C. TEODORI, *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino, 2015, p.112.

⁷⁹ L'indice di redditività delle vendite (ROS) si calcola come rapporto tra il reddito operativo e i ricavi di vendita. A fronte di un ROS positivo si potrebbe ottenere un indice di monetizzazione delle vendite negativo. Questo avviene a causa di una gestione del circolante che vede aumentare le rimanenze e i crediti verso clienti e ridurre le dilazioni concesse dai fornitori.

⁸⁰ Nel caso in cui il valore assunto dal *cash flow* investimenti caratteristici sia positivo, l'indice non ha ragione di essere calcolato in quanto i disinvestimenti superano gli investimenti.

flusso posto al numeratore, anche dai proventi ottenuti dalla dismissione di beni strumentali che trovano collocazione al denominatore con segno positivo.

Se l'indice assume un valore inferiore all'unità, l'impresa non dispone di autonomia finanziaria nella gestione degli investimenti e necessariamente dovrà ricorrere a fonti esterne di finanziamento⁸¹. Occorre precisare che alcuni autori operano una distinzione tra investimenti di rinnovo dei beni obsoleti e investimenti di sviluppo. Nel primo caso, un valore inferiore all'unità rivela una carenza dei flussi della gestione caratteristica rispetto ai fabbisogni strutturali legati al mantenimento della capacità produttiva. Nel secondo caso, invece, un valore inferiore all'unità è da ritenersi fisiologico.

2.6.6 Indice di copertura dei finanziamenti

L'indice di copertura dei finanziamenti esprime la capacità dell'impresa di produrre delle risorse dalla gestione caratteristica che possano soddisfare il fabbisogno generato dal rimborso dei debiti e dal pagamento degli oneri finanziari. È dato dal seguente rapporto:

Indice di copertura dei finanziamenti

$$= \frac{\text{Cash flow caratteristico corrente}}{\text{Rimborso di debiti} + \text{Oneri finanziari}}$$

⁸¹ L'indice di autocopertura degli investimenti netti operativi è di interesse per i finanziatori dell'impresa: tanto più è elevato e minore sarà il rischio che questi devono sopportare.

L'indice dovrebbe assumere valori superiori all'unità. Nel caso in cui il suo valore sia inferiore all'unità, ma positivo, le risorse generate dalla gestione caratteristica risultano insufficienti. Nel caso in cui il valore dell'indice sia negativo la gestione caratteristica non genera risorse per far fronte al servizio del debito.

L'indice di copertura dei finanziamenti può anche essere calcolato nel modo che segue:

$$\text{Indice di copertura dei finanziamenti} = \frac{\text{Cash flow caratteristico corrente}}{\text{Posizione finanziaria netta}}$$

L'indice esprime la capacità dell'impresa di far fronte all'indebitamento netto con le risorse monetarie prodotte dalla gestione caratteristica.

2.6.7 Indice di copertura dei dividendi

L'indice di copertura dei dividendi esprime la capacità dell'impresa di remunerare, grazie alle risorse monetarie generate dalla gestione caratteristica, coloro che hanno conferito risorse sottoforma di capitale proprio. È dato dal seguente rapporto:

$$\text{Indice di copertura dei dividendi} = \frac{\text{Cash flow caratteristico corrente}}{\text{Dividendi distribuiti}}$$

2.6.8 Indici di sostenibilità del debito

Gli indici di sostenibilità del debito esprimono la capacità dell'azienda di rimborsare i propri debiti finanziari e di pagare gli oneri finanziari alle scadenze prefissate. Nello specifico, verranno analizzati dei *free cash flow* destinati alla

posizione finanziaria netta, il DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*) e il LLCR (*Loan Life Coverage Ratio*).

Per quanto riguarda i *free cash flow* destinati alla posizione finanziaria netta occorre fare una premessa: come detto in precedenza, il rendiconto finanziario può essere costruito prendendo come riferimento diverse risorse finanziarie, tra cui la posizione finanziaria netta (PFN) che rappresenta l'indebitamento finanziario complessivo dell'azienda. È una grandezza "netta" poiché viene calcolata come differenza tra le passività e le attività finanziarie distinte in "correnti" e "non correnti". La posizione finanziaria netta è indicata con segno positivo quando le passività finanziarie sono superiori alle attività finanziarie, in caso contrario viene indicata con segno negativo.

Il rendiconto finanziario illustrerà, quindi, la variazione della posizione finanziaria netta nel corso dell'esercizio, sintetizzata nel flusso di posizione finanziaria netta. Infatti, se all'indebitamento finanziario netto iniziale si aggiunge il flusso di posizione finanziaria netta, si ottiene l'indebitamento finanziario netto finale.

Si ricorda che, come detto in precedenza, ciò che è compreso nella risorsa di riferimento non deve essere rappresentato nei flussi. Di conseguenza nel *cash flow* finanziamenti rimangono solo gli oneri finanziari, al netto del beneficio fiscale, in quanto i debiti di finanziamento sono inclusi nella posizione finanziaria netta. Nel *cash flow* investimenti finanziari rimangono solo i proventi finanziari, al netto degli

oneri fiscali, in quanto la variazione delle attività finanziarie è compresa nella posizione finanziaria netta.

Il rendiconto finanziario basato sulla posizione finanziaria netta è di seguito riportato:

Figura 2.17 – Rendiconto finanziario basato sulla risorsa posizione finanziaria netta.

Cash flow caratteristico corrente + Cash flow investimenti caratteristici
Free cash flow caratteristico
+ Cash flow extra-caratteristico + Cash flow straordinario
Free cash flow operativo globale
+ Proventi finanziari netti + Oneri finanziari netti + Cash flow soci
Flusso di PFN

Fonte: adattamento di ALLEGRI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.78.

Il flusso di PFN esprime ciò che residua dal *free cash flow* operativo globale dopo la copertura degli oneri finanziari, il pagamento dei dividendi ed eventuali rimborsi di capitale ai soci. Tale flusso può essere utilizzato come numeratore per la costruzione di tre indici.

Il primo indice è dato dal seguente rapporto:

$$\frac{\text{Flusso di PFN}}{\text{Valore assoluto della PFN iniziale}}$$

L'indice rappresenta il tasso di variazione della posizione finanziaria netta. Se il numeratore è positivo significa che nel corso dell'esercizio l'indebitamento finanziario netto si è ridotto e le attività finanziarie nette sono state incrementate tramite i flussi di cassa prodotti dalla gestione. Tanto più il valore dell'indice aumenta e maggiore sarà la riduzione dell'indebitamento finanziario netto rispetto al valore iniziale.

Il secondo indice si costruisce nel modo che segue:

$$\frac{\textit{Flusso di PFN}}{\textit{Cash flow caratteristico corrente}}$$

L'indice esprime quanta parte del *cash flow* caratteristico corrente viene utilizzato per ridurre la posizione finanziaria netta.

Il terzo indice è dato dal seguente rapporto:

$$\frac{\textit{Flusso di PFN}}{\textit{Free cash flow operativo globale}}$$

L'indice esprime quanta parte del *free cash flow* operativo globale viene destinato alla riduzione della posizione finanziaria netta.

Il DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*) esprime la capacità dell'azienda di far fronte al servizio del debito tramite le risorse monetarie che derivano dalla gestione.

In particolare, vi sono due diverse modalità di calcolo che differiscono tra loro per i flussi considerati al numeratore.

La prima modalità di calcolo è la seguente:

$$DSCR = \frac{FCF_{o_t}}{C_t + I_t}$$

Al numeratore si considera il *free cash flow* operativo generato nel periodo “t”, cioè le sole risorse monetarie che vengono generate tramite la gestione operativa. Il denominatore è dato dalla somma della quota capitale da rimborsare nel periodo (C_t) e la quota interessi da corrispondere nello stesso periodo, al netto del beneficio fiscale (I_t).

La seconda modalità di calcolo è la seguente:

$$DSCR = \frac{CFADS_t}{C_t + I_t}$$

Al numeratore in questo caso si considera il flusso di cassa disponibile per il servizio del debito, CFADS (*Cash Flow Available for Debt Service*), ossia oltre alle risorse monetarie generate tramite la gestione operativa, si considerano anche ulteriori risorse che derivano dalla gestione operativa globale, come i flussi che derivano dalla cessione di immobilizzazioni finanziarie, quelli che derivano dall'accensione di finanziamenti, i flussi che derivano da versamenti dei soci.

Per maggiore chiarezza, il flusso di cassa disponibile per il servizio del debito si calcola nel modo che segue:

Figura 2.18 – Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito.

(+) Ebit (-) Imposte sul risultato operativo
(=) NOPAT (<i>Net Operating Profit After Taxes</i>)
(+) Costi operativi non monetari (ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti) (-/+) Variazione del capitale circolante netto operativo (-) Utilizzo fondi
(=) Cash flow operativo
(-/+) Investimenti in immobilizzazioni operative
(=) Free cash flow operativo
(+) Proventi finanziari, al netto dell'eventuale imposizione fiscale (+) Flusso da cessione immobilizzazioni finanziarie, al netto dell'eventuale imposizione fiscale (+) Accensione finanziamenti (+) Versamenti soci (aumento capitale sociale, versamenti c/capitale)
(=) Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito

Fonte: ALLEGRINI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023, p.225.

Generalmente, valori del DSCR superiori all'unità denotano la sostenibilità del servizio del debito in un determinato esercizio. Nella realtà, le imprese fissano un valore soglia che incorpora anche un margine di sicurezza.

Il DSCR viene solitamente calcolato a preventivo, per analizzare in modo prospettico la capacità di rimborso del debito e la sua sostenibilità. Per questo motivo è un indicatore utilizzato per prevenire la crisi di impresa⁸², ma anche nella

⁸² Il DSCR era stato inserito dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili tra gli "indici di allerta" elaborati a seguito dell'entrata in vigore del Codice della Crisi e dell'insolvenza d'impresa (D.Lgs. 12 gennaio 2019, n.14). Il sistema degli indici di allerta è stato abrogato da un successivo decreto legislativo.

valutazione dei piani di investimento, nei *business plan*, nei piani di ristrutturazione aziendale, nel *project financing* e gli istituti di credito lo utilizzano per valutare l'erogazione dei mutui alle aziende⁸³.

Il LLCR (*Loan Life Coverage Ratio*) esprime la capacità di un investimento di generare dei flussi monetari sufficienti per il rimborso dei finanziamenti e per la remunerazione degli stessi. Si calcola nel modo che segue:

$$LLCR = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{CFADS}{(1+i)^t}}{D_t}$$

Il numeratore è dato dal valore attuale netto dei flussi di cassa disponibili per il servizio del debito generati nel periodo di durata del finanziamento. Al denominatore si trova il valore attuale del debito.

Anche in questo caso, valori del LLCR superiori all'unità denotano la sostenibilità del debito per l'intero arco temporale del finanziamento. Nella realtà, le imprese fissano un valore soglia che incorpora anche un margine di sicurezza.

⁸³ Per approfondimenti si veda G. TOCCOLI, *L'analisi di bilancio e il rendiconto finanziario*, SEAC, Trento, 2021, pp.192-195.

CAPITOLO 3

METODOLOGIA DELLA RICERCA

3.1 PREMESSA

Lo scopo del lavoro è quello di esplorare se l'analisi e l'interpretazione del rendiconto finanziario possa aiutare a prevedere e accertare lo stato di crisi di impresa. L'analisi è stata condotta su un campione di cinque aziende (multi-caso), delle quali sono stati acquisiti, per ognuna di esse, i bilanci relativi ai tre esercizi precedenti il fallimento.

Di seguito verranno illustrate le modalità con cui le imprese sono state selezionate e con cui è stata svolta la ricerca. Inoltre, essendo che gli anni oggetto di analisi sono stati caratterizzati dalla pandemia da Covid-19, un paragrafo del presente capitolo è dedicato ad illustrare brevemente le principali conseguenze che la normativa emergenziale adottata dal Governo italiano tra il 2020 e il 2021 può aver avuto sul bilancio di esercizio.

I risultati della ricerca verranno esposti nel capitolo successivo.

3.2 SELEZIONE DEL CAMPIONE

Utilizzando la banca dati AIDA (Analisi informatizzata delle aziende italiane), inizialmente, sono state individuate le imprese aventi le seguenti caratteristiche:

- società che hanno la forma giuridica della società di capitali. Infatti, le società di capitali sono tenute alla redazione e pubblicazione del bilancio;

- società diverse dalle start-up innovative e dalle PMI innovative. Queste tipologie di imprese risultano essere disomogenee rispetto al resto delle società;
- società che redigono il bilancio di esercizio in base alla normativa civilistica e ai principi contabili nazionali;
- società interessate da una procedura di fallimento a partire dall'anno 01/01/2019. Come detto in precedenza, a partire dal 1° gennaio 2016 le società che redigono il bilancio in forma ordinaria sono tenute alla redazione obbligatoria del rendiconto finanziario. Poiché il periodo di analisi riguarda i tre esercizi precedenti al fallimento, per ciascuna società è disponibile il rendiconto finanziario per i tre anni precedenti;
- società per le quali è noto il valore del flusso finanziario dell'attività operativa per almeno uno dei seguenti anni: 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016. In questo modo la banca dati ha selezionato solo le società che redigono il rendiconto finanziario.

L'interrogazione della banca dati è stata svolta nel mese di maggio 2024 e le società selezionate dalla banca dati sono state 1912.

Dalle 1912 società sono state escluse:

- le società per le quali è stata registrata una procedura, tra quelle che seguono, precedentemente all'entrata in fallimento: accordo di ristrutturazione dei debiti; amministrazione giudiziaria; concordato

fallimentare; concordato preventivo; concordato semplificato; liquidazione giudiziaria; liquidazione volontaria; scioglimento e liquidazione; scioglimento; stato di insolvenza. Questa scelta è finalizzata ad escludere quelle imprese che, prima di entrare in crisi, sono state coinvolte in procedure che modificano la logica di gestione e di redazione del bilancio, alterando di conseguenza i dati in esso contenuti;

- le società che presentano un arco di tempo pari e/o superiore ai due anni tra la data dell'ultimo bilancio disponibile e la data del fallimento. Infatti, tra le aziende in crisi, vicine al fallimento, è diffusa la prassi di non depositare il bilancio di esercizio negli anni che precedono il fallimento. Delle 1912 società selezionate dalla banca dati solo in tre casi l'anno dell'ultimo bilancio depositato coincide con quello del fallimento;
- le società che non presentano una successione di almeno tre esercizi nel valore del flusso finanziario dell'attività operativa.

Tra le società rimanenti ne sono state selezionate casualmente cinque.

Di seguito si riporta una tabella contenente le società selezionate, la data di chiusura dell'ultimo bilancio disponibile e la data del fallimento come risultano dalla banca dati.

Figura 3.1 – Società selezionate.

RAGIONE SOCIALE	CHIUSURA BILANCIO	FALLIMENTO
Società 1	31/12/2021	24/11/2022
Società 2	31/12/2020	15/10/2021
Società 3	31/01/2021	16/12/2021
Società 4	31/12/2020	11/10/2021
Società 5	31/03/2020	05/11/2020

Fonte: elaborazione personale.

3.3 MODALITÀ DI ANALISI

Per ogni società viene esaminato il rendiconto finanziario: dall'analisi generale dei flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento, si passa ad un approfondimento sulla formazione del flusso finanziario dell'attività operativa e si conclude con la costruzione di alcuni indici che si ricavano a partire dai dati del rendiconto finanziario. L'analisi è completata da un breve esame dell'andamento economico e patrimoniale della stessa attraverso alcuni indici di redditività, di solidità patrimoniale e di liquidità ricavati dai dati di stato patrimoniale e di conto economico, anche a seguito di riclassificazioni.

Occorre precisare che l'analisi viene condotta nella prospettiva dell'analista esterno: le informazioni a disposizione per la ricerca sono esclusivamente quelle contenute nei bilanci pubblicati dalle imprese. Per questo motivo non è stato possibile effettuare la riclassificazione del rendiconto finanziario illustrata nel capitolo 2, al paragrafo 2.5, sottoparagrafo 2.5.2 "Riclassificazione del rendiconto

finanziario per aree gestionali” del presente lavoro, che presuppone la conoscenza di informazioni note solo ad un analista interno e non ricavabili dai bilanci pubblicati.

Gli indici costruiti con i flussi del rendiconto finanziario sono di seguito riportati.

Figura 3.2 – Indici di flussi finanziari.

INDICI	FORMULA
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	$\frac{\text{Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto}}{\text{Ricavi di vendita}}$
Indice di monetizzazione delle vendite	$\frac{\text{Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto}}{\text{Ricavi di vendita}}$
Indice di autofinanziamento	$\frac{\text{Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto}}{\text{Reddito operativo}}$
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	$\frac{\text{Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto}}{\text{Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto}}$
Grado di liquidità del reddito operativo	$\frac{\text{Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto}}{\text{Reddito operativo}}$
Indice di copertura dei finanziamenti (1)	$\frac{\text{Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto}}{\text{Rimborso di debiti + Oneri finanziari}}$
Indice di copertura dei finanziamenti (2)	$\frac{\text{Posizione finanziaria netta}}{\text{Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto}}$

Fonte: elaborazione personale.

Il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto si ricava dal rendiconto finanziario della società e corrisponde al flusso 2) della sezione A “Flussi finanziari derivanti dall’attività operativa (metodo indiretto)”. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto corrisponde al flusso 3) della stessa sezione del rendiconto finanziario. Il primo flusso risente solamente dell’effetto dei costi non monetari che, essendo costi, hanno un impatto negativo sul conto economico, ma non determinano un’uscita monetaria. Il secondo flusso è influenzato anche dalle variazioni del capitale circolante netto.

Al denominatore dell’indice di potenziale monetizzazione delle vendite e dell’indice di monetizzazione delle vendite si considera la voce A.1 del conto economico “ricavi delle vendite e delle prestazioni”.

Al denominatore dell’indice di autofinanziamento e del grado di liquidità del reddito operativo si considera il risultato della gestione operativa della società, ossia l’EBIT.

Al denominatore dell’indice di copertura dei finanziamenti (1) per il rimborso di debiti si considera la posizione finanziaria netta a breve termine e per gli oneri finanziari la voce C del conto economico “Totale proventi e oneri finanziari”: gli oneri finanziari sono sommati alla posizione finanziaria netta a breve termine e i proventi finanziari sono sottratti alla posizione finanziaria netta a breve.

Gli indici di redditività, di solidità patrimoniale e di liquidità sono di seguito riportati.

Figura 3.3 – Indici di redditività.

INDICI	FORMULA
ROE netto	$\frac{\text{Risultato di esercizio}}{\text{Patrimonio netto}}$
ROE lordo	$\frac{\text{Risultato prima delle imposte}}{\text{Patrimonio netto}}$
ROI	$\frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Capitale investito}}$
ROS	$\frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Ricavi di vendita}}$

Fonte: elaborazione personale.

Figura 3.4 – Indici di solidità patrimoniale.

INDICI	FORMULA
Margine primario di struttura	Patrimonio netto - Attivo fisso
Quoziente primario di struttura	$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Attivo fisso}}$
Margine secondario di struttura	(Patrimonio netto + Passività consolidate) - Attivo fisso
Quoziente secondario di struttura	$\frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Passività consolidate}}{\text{Attivo fisso}}$
Indebitamento	$\frac{\text{Passività consolidate} + \text{Passività correnti}}{\text{Patrimonio netto}}$

Fonte: elaborazione personale.

Figura 3.5 – Indici di liquidità.

INDICI	FORMULA
Liquidità primaria	$\frac{\text{Liquidità immediate}}{\text{Passività correnti}}$
Liquidità secondaria	$\frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passività correnti}}$

Fonte: elaborazione personale.

Nel caso in cui il valore degli indici sia stato indicato dalla società nella relazione sulla gestione si prende come riferimento quel dato. Al contrario, se nella relazione sulla gestione non sono stati indicati i precedenti indici o la società ha utilizzato delle formule diverse, il valore degli indici viene determinato utilizzando le precedenti formule applicate ai dati del bilancio della società oggetto di analisi.

Nella seconda parte, dedicata alle osservazioni e considerazioni che derivano dalle analisi svolte, si darà risposta alla seguente domanda: il rendiconto finanziario è un documento in grado di prevedere ed accertare lo stato di crisi? Per poter rispondere in modo affermativo alla domanda, nei rendiconti finanziari delle cinque società fallite devono potersi osservare degli aspetti comuni, dei comportamenti omogenei. Lo studio ha però un limite: i comportamenti che si osservano nei rendiconti finanziari delle aziende fallite non vengono confrontati con quelli di aziende che non sono fallite.

3.4 PANDEMIA DA COVID-19 E NORMATIVA EMERGENZIALE

L'Organizzazione Mondiale della Sanità, il 30 gennaio 2020, dichiarava l'epidemia da Covid-19 un'emergenza di sanità pubblica di rilevanza internazionale e, l'11 marzo 2020, decretava lo stato di pandemia.

Il Governo italiano ha adottato una serie di misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria tra cui la chiusura forzata di tutte le attività produttive industriali e commerciali ritenute non essenziali o strategiche e il divieto agli spostamenti per i cittadini. È evidente come queste misure abbiano creato una situazione di forte illiquidità per le imprese e in molti casi ne abbiano determinato il fallimento.

Il rischio maggiore che i governi nazionali si sono trovati a dover contrastare era il fallimento di numerose aziende e che questo numero fosse talmente elevato da andare a contaminare l'intero sistema economico determinando un fallimento sistemico, causando gravissime conseguenze sul piano economico e sociale. Per questo motivo il Governo italiano ha adottato una serie di provvedimenti per scongiurare il fallimento delle imprese a causa del Covid-19, in particolare alcuni hanno inciso direttamente sulla redazione del bilancio relativo all'anno 2020 ed altri indirettamente: tra i primi si ricordano la deroga al principio della continuità aziendale, la sospensione degli ammortamenti e la rivalutazione dei beni d'impresa; tra i secondi si ricordano la sospensione degli obblighi previsti dal Codice civile in tema di perdite del capitale sociale, la sospensione delle rate dei finanziamenti e dei canoni *leasing* e la previsione di contributi a fondo perduto e crediti d'imposta.

Alcune di queste misure di sostegno sono state prorogate anche per gli esercizi successivi, con alcune limitazioni (ad esempio la sospensione degli ammortamenti e il rinvio della copertura delle perdite).

Le aziende oggetto di analisi si sono avvalse di alcuni di questi provvedimenti. Per questo motivo sono sinteticamente descritti di seguito¹.

3.4.1 Deroga al principio della continuità aziendale

La deroga al principio della continuità aziendale era prevista all'articolo 7 del D.L. 23/2020 (Decreto "Liquidità") e poi all'articolo 38-*quater* del D.L. 34/2020 (Decreto "Rilancio"). Il principio della continuità aziendale è uno dei principi di redazione del bilancio previsti all'articolo 2423-*bis*, comma 1, del Codice civile e rientra tra i postulati del bilancio di esercizio redatti dall'Organismo Italiano di Contabilità². La temporanea sospensione del principio della continuità aziendale permetteva alle imprese che presentavano una prospettiva di continuità aziendale prima della crisi causata dal Covid-19 di mantenerla nella redazione dei bilanci relativi al 2020. In particolare, gli amministratori dovevano dimostrare che il presupposto della continuità era presente prima del 23 febbraio 2020. Ne consegue che la deroga non si applicava alle società che prima di quella data si trovavano già in una situazione di perdita della continuità indipendente dalla crisi da Covid-19. Il

¹ Per approfondimenti si veda F. BAVA, L. CORSO, S. DE ROSA, A. DEVALLE, L. FORNERO, S. LATORRACA, M. MEOLI, G. ODETTO, S. SANNA, *Le novità del bilancio 2020*, Eutekne, Torino, 2021.

² Si veda OIC 11.

provvedimento ha evitato che molte imprese entrate in difficoltà a causa della pandemia dovessero redigere il bilancio dell'esercizio 2020 con criteri di liquidazione anziché di funzionamento. Il ricorso alla deroga doveva essere illustrato in nota integrativa.

3.4.2 Sospensione degli ammortamenti

La sospensione degli ammortamenti, contenuta nel D.L. 104/2020 all'articolo 60, commi dal *7-bis* al *7-quinquies*, prevedeva la possibilità, per i soggetti che adottano i principi contabili nazionali, di sospendere l'ammortamento del costo delle immobilizzazioni materiali ed immateriali fino al 100% dell'ammontare annuo³. Il provvedimento era finalizzato a contrastare la contrazione dei ricavi prodotta dalla pandemia permettendo alle imprese di non iscriverne a conto economico i costi derivanti dagli ammortamenti. La sospensione degli ammortamenti implicava l'iscrizione a bilancio di una riserva indisponibile di ammontare pari alla quota di ammortamento non effettuata. Era comunque ammessa la deducibilità fiscale della quota di ammortamento sospesa. Il ricorso alla deroga, le motivazioni e gli ammortamenti non imputati a conto economico dovevano essere oggetto di adeguata informativa in nota integrativa.

³ Spettava agli amministratori decidere se sospendere gli ammortamenti ed eventualmente determinare la quota da sospendere. Inoltre, la sospensione degli ammortamenti nell'esercizio implicava la rideterminazione del piano di ammortamento (estendendo di fatto la vita residua del bene, senza modificare l'importo delle quote di ammortamento) o delle quote di ammortamento (la vita utile residua del bene non viene modificata, ma si aumenta pro quota la misura degli ammortamenti da effettuare).

3.4.3 Rivalutazione dei beni d'impresa

La rivalutazione dei beni d'impresa, contenuta nel D.L. 104/2020 all'articolo 110, prevedeva la possibilità per le imprese di rivalutare⁴ i propri beni, materiali e immateriali, e le partecipazioni con modalità favorevoli. Per i maggiori valori iscritti in bilancio la società doveva stanziare un'apposita riserva di rivalutazione a patrimonio netto. La finalità che il legislatore intendeva perseguire era quella di andare a migliorare la rappresentazione in bilancio del capitale netto. I benefici ottenuti sul fronte patrimoniale si andavano a compensare negli esercizi successivi con la riduzione dei risultati economici dovuta ai maggiori ammortamenti addebitati a conto economico derivanti dalla rivalutazione dei beni. Dalla rivalutazione erano esclusi i beni immobili alla cui produzione o scambio era diretta l'attività dell'impresa. La nota integrativa doveva indicare le ragioni e il valore della rivalutazione effettuata. Nella relazione sulla gestione e nella relazione del collegio sindacale dovevano essere indicati e motivati i criteri seguiti per la rivalutazione e un'attestazione di congruità dei valori utilizzati per la rivalutazione.

3.4.4 Sospensione degli obblighi previsti dal Codice civile in tema di perdite del capitale sociale

L'articolo 6 del D.L. 23/2020 (Decreto "Liquidità") prevedeva la possibilità per le imprese di non applicare gli articoli del Codice civile relativi alla riduzione

⁴ La rivalutazione doveva essere eseguita nel primo bilancio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2019.

del capitale sociale per perdite superiori ad un terzo, ma che non incidono sul minimo legale, ossia l'articolo 2446, comma 2 e 3 (relativo alle s.p.a.) e l'articolo 2482-*ter*, comma 4, 5 e 6 (relativo alle s.r.l.). Inoltre, era prevista la possibilità di non applicare gli articoli 2447 (relativo alle s.p.a.) e 2482-*bis* (relativo alle s.r.l.) relativi alla riduzione del capitale sociale per perdite superiori ad un terzo con incidenza sul minimo legale. Di conseguenza non si applicava l'obbligo di copertura delle perdite né quello di sciogliere la società o di trasformarla. Resta fermo l'obbligo in capo agli amministratori di convocare l'assemblea dei soci per informarli sulla situazione della società. Il termine entro il quale la perdita deve essere ridotta al di sotto di un terzo del capitale sociale è stato posticipato al quinto esercizio successivo. La finalità del legislatore era di evitare che le perdite subite dalle imprese a causa del fermo delle attività ne determinassero la messa in liquidazione.

3.4.5 Sospensione delle rate dei finanziamenti e dei canoni *leasing*

L'articolo 56 del D.L. 18/2020 (Decreto "Cura Italia") ha previsto la possibilità per le imprese di sospendere il pagamento dei mutui e degli altri finanziamenti a rimborso rateizzato. La sospensione del pagamento poteva riguardare sia la sola quota capitale che l'intera rata comprensiva degli interessi passivi. La finalità del legislatore era di supportare le imprese che si trovavano in una situazione di carenza di liquidità a causa della pandemia e che non sarebbero quindi state in grado di onorare i pagamenti.

3.4.6 Previsione di contributi a fondo perduto e crediti d'imposta

Per sostenere le imprese, il Governo italiano ha previsto una serie di agevolazioni sotto forma di contributi a fondo perduto e crediti d'imposta. I contributi a fondo perduto sono delle agevolazioni finanziarie e corrispondono a delle erogazioni di denaro che lo Stato fa alle imprese. I crediti d'imposta sono delle agevolazioni fiscali e corrispondono ad una diminuzione del carico fiscale e delle imposte da versare per le imprese. A seconda della finalità con cui il beneficio viene concesso o fruito si ha un diverso trattamento contabile delle agevolazioni: si distingue tra contributi in conto esercizio⁵ e contributi in conto capitale⁶.

Di seguito si forniscono alcuni esempi di agevolazioni concesse alle imprese a seguito del Covid-19:

- rimborso delle spese per l'acquisto di dispositivi di protezione individuale (articolo 43, comma 1, D.L. 18/2020);
- contributi a fondo perduto (articolo 25, D.L. 34/2020);

⁵ I contributi in conto esercizio vengono definiti dall'OIC 12, paragrafo 56, lettera f: "Sono dovuti sia in base alla legge sia in base a disposizioni contrattuali, rilevati per competenza e indicati distintamente in apposita sottovoce della voce A5. Deve trattarsi di contributi che abbiano natura di integrazione dei ricavi dell'attività caratteristica o delle attività accessorie diverse da quella finanziaria o di riduzione dei relativi costi ed oneri. [...]". I contributi in conto esercizio sono destinati a fronteggiare esigenze di gestione.

⁶ I contributi in conto capitale sono somme, erogate da un soggetto pubblico alla società, riferite e commisurate al costo di immobilizzazioni materiali (si parla di "contributi in conto impianti") o immateriali. La società beneficiaria può essere vincolata a mantenere in uso le immobilizzazioni cui essi si riferiscono per un determinato periodo di tempo. La disciplina relativa ai contributi in conto impianti è contenuta nell'OIC 16, paragrafi 86-88. La disciplina relativa ai contributi pubblici commisurati al costo delle immobilizzazioni immateriali è contenuta nell'OIC 24, paragrafi 85-87. I contributi in conto capitale sono destinati alla ristrutturazione o al potenziamento dell'apparato produttivo dell'impresa, o all'acquisizione di beni strumentali.

- credito d'imposta per l'adeguamento e la sanificazione degli ambienti di lavoro (articoli 120 e 125, D.L. 34/2020);
- credito d'imposta in caso di aumento di capitale (articolo 26, D.L. 34/2020).

CAPITOLO 4

RISULTATI DELLA RICERCA

4.1 ANALISI DELLE IMPRESE

4.1.1 Società 1

La società 1 ha la forma giuridica della società per azioni ed opera nel settore della ristorazione collettiva. La data del fallimento presente nella banca dati risale al 24 novembre 2022, mentre la data dell'ultimo bilancio pubblicato risale al 31 dicembre 2021. I bilanci analizzati si riferiscono ai tre anni che precedono il fallimento: 2021, 2020 e 2019 e, poiché i bilanci sono a stati comparati, si hanno a disposizione anche i dati relativi al 2018.

Partendo dall'analisi del rendiconto finanziario, nella tabella sottostante si riportano i flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento risultanti dai bilanci della società relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021.

Figura 4.1 – Flussi finanziari della società 1.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
31/12/2018	+78.834	-634.999	+746.030
31/12/2019	+1.677.436	+481.124	-2.286.578
31/12/2020	+244.129	-44.397	-288.823
31/12/2021	-1.145.015	+611.447	+475.894

Fonte: elaborazione personale.

Come affermato nel capitolo 2, l'interpretazione del rendiconto finanziario parte dall'analisi del segno assunto dal flusso finanziario dell'attività operativa che, in un'azienda sana, dovrebbe assumere segno positivo. Come si vede dalla tabella, la positività è presente fino all'esercizio precedente il fallimento, dove la gestione operativa ha iniziato ad assorbire liquidità, anziché generarla.

Occorre poi soffermarsi sull'entità del flusso finanziario dell'attività operativa: in un'azienda in equilibrio le risorse prodotte dalla gestione operativa devono permettere di soddisfare il fabbisogno di investimento, di rimborso del debito e di remunerazione ai soci. Per questo motivo la situazione ideale per le aziende sane e in un periodo di ordinaria attività, senza rilevanti programmi di investimento, ma solo di normali sostituzioni, dovrebbe vedere il flusso finanziario dell'attività operativa assumere segno positivo e di entità superiore a quella dei flussi finanziari dell'attività di investimento e di finanziamento di segno negativo. Normalmente, gli investimenti rilevanti sono finanziati in parte con risorse dei soci e in parte con finanziamenti esterni. In tale periodo, quindi, è "normale" avere un flusso negativo dell'attività di investimento e un flusso positivo dell'attività di finanziamento. Il flusso generato dalla gestione operativa negli esercizi successivi deve permettere di rimborsare, alle relative scadenze, le rate dei finanziamenti oltre agli interessi.

Dalla tabella risulta che la società 1 nell'esercizio del 2018 genera dall'attività operativa delle risorse insufficienti per sostenere gli investimenti da effettuare e per questo motivo ricorre all'indebitamento bancario prevalentemente a breve termine.

Questa situazione può essere giustificata in un periodo di notevoli programmi di investimento e non in situazioni ordinarie in cui gli investimenti effettuati in sostituzione del deperimento degli stessi corrispondono alla quota di ammortamento, così da mantenere inalterata la struttura tecnico-produttiva. Inoltre, finanziare investimenti con finanziamenti a breve può creare tensione finanziaria negli esercizi futuri.

Nel 2019, nonostante il flusso finanziario dell'attività operativa sia positivo, non è sufficiente a coprire il rimborso dei debiti a breve verso le banche. Inoltre, le dismissioni di immobilizzazioni immateriali e materiali superano gli investimenti generando risorse.

Nel 2020, come si vede dalla tabella, solo l'attività di finanziamento richiede più risorse di quelle generate dalla gestione operativa. In particolare, il flusso finanziario dell'attività di finanziamento, la cui somma algebrica è negativa e pari a 288.423 euro, è dato dal rimborso di debiti a breve verso le banche per 1.844.093 euro, dall'accensione di finanziamenti per 1.560.270 euro e dal rimborso di finanziamenti ai soci per 5.000 euro. Inoltre, la società effettua investimenti soprattutto di immobilizzazioni materiali.

Nel 2021 risulta ormai evidente la situazione di crisi in cui versa l'impresa: l'attività operativa ha smesso di generare risorse e le assorbe per oltre un milione, l'impresa dismette immobilizzazioni, aumenta l'indebitamento bancario a breve e richiede finanziamenti ai soci.

Di seguito verrà analizzata nel dettaglio la formazione del flusso finanziario dell'attività operativa per vedere se il valore del flusso è ottenuto a partire da un utile o da una perdita di esercizio e come gli elementi non monetari e le variazioni del circolante incidono sulla liquidità.

Figura 4.2 – Dettaglio della formazione del flusso finanziario dell'attività operativa della società 1.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Utile (perdita) dell'esercizio	+37.887	+32.758	-3.353.459	-7.504.251
Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	-531.457	-249.766	-3.117.696	-7.283.638
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+700.473	-368.104	-2.891.897	-5.689.109
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+587.809	+2.007.865	+359.900	-710.526
FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	+78.834	+1.677.436	+244.129	-1.145.015

Fonte: elaborazione personale.

Dalla tabella è possibile notare come solo negli esercizi del 2018 e del 2019 la determinazione del flusso finanziario dell'attività operativa inizia dall'utile dell'esercizio, mentre nel 2020 e nel 2021 l'impresa ha registrato perdite di notevole entità.

Nel 2018 dall'utile finale di esercizio si passa a una perdita rettificando tale risultato dalla gestione positiva delle imposte attive e di quella finanziaria. Questo dato è significativo poiché ci dimostra come, in realtà, l'impresa consegua un utile di esercizio grazie alle imposte attive, stanziato nonostante uno scenario futuro di

non prevedibili imponibili fiscali sui quali recuperare le stesse, e non dalla gestione operativa. Gli elementi non monetari hanno però un impatto positivo per 1.231.930 euro, dovuto soprattutto ad accantonamenti ai fondi e ad altre rettifiche. Il circolante è in crescita e vede aumentare le rimanenze, i crediti verso clienti ed in misura minore i debiti, ciò significa che complessivamente la liquidità viene assorbita. Infine, soprattutto l'utilizzo dei fondi e gli interessi pagati abbattano il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto. In conclusione, nel 2018 il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto, ossia l'autofinanziamento prodotto dall'impresa, è in grado di sostenere la crescita del circolante e il pagamento degli interessi, delle imposte e l'utilizzo dei fondi.

Nel 2019, pur partendo da un utile, si registra una perdita dopo aver rettificato il risultato di esercizio dalle imposte attive, dagli interessi attivi e dalle plusvalenze da cessione di attività. Anche in questo caso, l'utile della gestione operativa è in perdita. Le rettifiche per elementi non monetari sono negative e pari a 118.338 euro e questo determina un flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo: a differenza dell'esercizio precedente viene meno l'autofinanziamento. Il capitale circolante netto si riduce liberando liquidità per 2.375.969 euro. Infine, le altre rettifiche comportano una variazione negativa di 330.429 euro data soprattutto dall'utilizzo dei fondi. In conclusione, nonostante il flusso finanziario dell'attività operativa nel suo complesso sia positivo per 1.677.436 euro, il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante

netto non genera liquidità. La circostanza che la liquidità sia prodotta solo dalla riduzione del circolante fa presumere un peggioramento futuro se la gestione operativa continua ad operare in perdita.

Nel 2020 il flusso finanziario dell'attività operativa viene calcolato a partire da una perdita di esercizio. La società nell'esercizio si è avvalsa della deroga prevista dal D.L. 104/2020 all'articolo 60, commi dal *7-bis* al *7-quinquies*, e non ha imputato a conto economico le quote di ammortamento dell'esercizio relative a tutte le categorie di immobilizzazioni materiali e immateriali rispettivamente per euro 106.290 ed euro 59.279. Per questo motivo tra le rettifiche per elementi non monetari non sono presenti gli ammortamenti. Il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto resta negativo per 2.891.897 euro. A livello di circolante il decremento dei crediti verso clienti ha generato liquidità per 2.330.633 euro che unito al decremento delle rimanenze, ad un aumento dei debiti verso fornitori e altri decrementi del capitale circolante netto portano la liquidità generata a 3.251.797 euro. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante è così positivo e permette al flusso finanziario dell'attività operativa di esserlo anche dopo il pagamento di interessi, l'utilizzo dei fondi e altre rettifiche. In conclusione, nonostante il flusso finanziario dell'attività operativa sia positivo per 244.129 euro, il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto non genera liquidità e rispetto all'esercizio del 2019 la situazione è peggiorata a tal punto che le perdite conseguite rendono il patrimonio netto della società

negativo. Tale evento, già di per sé indice di insolvenza con obbligo da parte dei soci di interventi di copertura o di liquidazione della società, è reso possibile tenuto conto delle deroghe, vigenti in periodo Covid-19, all'applicazione delle norme del Codice civile sulle coperture delle perdite e/o liquidazione della società.

Nel 2021 è ormai evidente la situazione di crisi in cui versa la società. La perdita dell'esercizio è aumentata rispetto all'anno precedente e il flusso finanziario prima delle variazioni del circolante è negativo per 5.689.109 euro. Anche in questo esercizio la società si è avvalsa della deroga prevista dal D.L. 104/2020 e non ha imputato a conto economico le quote di ammortamento dell'esercizio relative a tutte le categorie di immobilizzazioni materiali e immateriali, non specificandone però l'ammontare in nota integrativa. Nonostante il circolante abbia generato liquidità per 4.978.583 euro questa non è sufficiente a rendere positivo il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto. Infine, il pagamento degli interessi, l'utilizzo dei fondi e altre rettifiche, richiedendo liquidità per 434.489 euro, rendono il flusso finanziario dell'attività operativa negativo per 1.145.015 euro.

Di seguito sono determinati e analizzati gli indici di flussi finanziari relativi alla società 1:

Figura 4.3 – Indici di flussi finanziari della società 1.

INDICI	FORMULA	31/12/2018		31/12/2019		31/12/2020		31/12/2021	
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+700.473		-368.104		-2.891.897		-5.689.109	
	Ricavi di vendita	+14.816.825	+0,05	+14.059.144	-0,03	+8.638.592	-0,33	+9.988.840	-0,57
Indice di monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+587.809		+2.007.865		+359.900		-710.526	
	Ricavi di vendita	+14.816.825	+0,04	+14.059.144	+0,14	+8.638.592	+0,04	+9.988.840	-0,07
Indice di autofinanziamento	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+700.473		-368.104		-2.891.897		-5.689.109	
	Reddito operativo	-531.457	-1,32	-244.617	-1,50	-3.117.030	-0,93	-7.288.433	-0,78
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+587.809		+2.007.865		+359.900		-710.526	
	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+700.473	+0,84	-368.104	-5,45	-2.891.897	-0,12	-5.689.109	-0,12
Grado di liquidità del reddito operativo	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+587.809		+2.007.865		+359.900		-710.526	
	Reddito operativo	-531.457	-1,11	-244.617	-8,21	-3.117.030	-0,12	-7.288.433	-0,10
Indice di copertura dei finanziamenti (1)	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+587.809		+2.007.865		+359.900		-710.526	
	Rimborso di debiti + Oneri finanziari	-4.645.166	+0,13	-2.655.773	+0,76	-1.222.595	+0,29	-1.768.490	-0,40
Indice di copertura dei finanziamenti (2)	Posizione finanziaria netta	-4.873.248		-3.251.640		-3.051.908		-3.585.477	
	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+587.809	8,29	+2.007.865	1,62	+359.900	8,48	-710.526	-5,11

Fonte: elaborazione personale.

L'indice di potenziale monetizzazione delle vendite è influenzato solo dalla dinamica economica poiché al numeratore vi è un flusso potenziale di liquidità in autofinanziamento che non considera la dinamica del capitale circolante netto. Il valore assunto dall'indice è positivo solo nel 2018, poiché nei successivi esercizi il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo al numeratore rende il valore assunto dall'indice negativo. Le vendite sono realizzate in perdita operativa con peggioramento nel tempo.

L'indice di monetizzazione delle vendite ha una rilevanza maggiore del precedente in quanto è influenzato sia dalla dinamica reddituale che finanziaria dovuta alla variazione del capitale circolante netto. L'indice assume valori positivi sino all'esercizio precedente il fallimento: nell'esercizio del 2018 il 4% dei ricavi di vendita si sono trasformati in liquidità, la percentuale cresce al 14% nel 2019, per poi decrescere nuovamente al 4% nel 2020. Il valore diventa negativo nel 2021 dove ormai la situazione di crisi in cui versa l'impresa è rilevante e la liquidità prodotta dal circolante, che fino all'esercizio precedente rendeva positivo il flusso, non riesce più a compensare la notevole perdita conseguita dalla società.

L'indice di autofinanziamento assume segno negativo nei quattro esercizi che precedono il fallimento. In particolare, nell'esercizio del 2018 l'indice assume valore negativo a causa del segno assunto dal reddito operativo al denominatore, in quanto il flusso al numeratore è positivo: questo significa che l'impresa ha un'elevata incidenza di costi non monetari che non incidono sul flusso finanziario. Nei successivi esercizi sia il flusso al numeratore che il reddito operativo al denominatore sono negativi. La situazione di equilibrio si ha nel caso in cui i valori del flusso finanziario al numeratore e del reddito operativo della gestione caratteristica al denominatore siano positivi e il loro rapporto superiore all'unità.

L'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento esprime la capacità dell'autofinanziamento di trasformarsi in liquidità e in una situazione di equilibrio il suo valore positivo dovrebbe avvicinarsi all'unità o superarla. L'impresa produce

autofinanziamento solo nell'esercizio del 2018 dove il valore assunto dall'indice è positivo. Nei successivi esercizi l'indice non ha ragione di essere calcolato in quanto l'impresa non genera autofinanziamento essendo il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto al denominatore negativo.

Il grado di liquidità del reddito operativo esprime la capacità dell'impresa di trasformare ricavi e costi operativi in entrate e uscite. L'indice assume segno negativo per il fatto che la gestione operativa non produce reddito e ancora una volta si mette in evidenza la circostanza che la liquidità viene generata dal circolante con delle conseguenze sulla struttura patrimoniale dell'impresa nei futuri esercizi dove le attività a breve realizzabili del circolante non riusciranno più a far fronte ai debiti a breve della stessa natura.

L'indice di copertura dei finanziamenti (1) esprime la capacità del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di coprire le quote in scadenza dei finanziamenti e gli oneri finanziari. L'indice dovrebbe assumere valori superiori all'unità: come si vede dalla tabella in nessun esercizio l'impresa produce delle risorse congruenti allo scopo.

L'indice di copertura dei finanziamenti (2) esprime il numero medio di anni necessario al flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto per far fronte alla posizione finanziaria netta, nel caso in cui sia destinato esclusivamente a questo scopo. Il numero medio di anni, tranne nell'esercizio del

2019, è elevato. Nel 2021 l'indice non ha significato dato che il flusso finanziario al denominatore è negativo.

Si procede ora con l'analisi della situazione economica e patrimoniale della società. Di seguito si riporta una tabella contenente una sintesi dei dati di bilancio¹, per meglio comprendere la situazione in cui versa l'impresa.

Figura 4.4 – Sintesi dei dati di bilancio della società 1.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Ricavi	+14.903.473	+14.187.432	+8.709.631	+10.377.300
Margine operativo lordo (Ebitda)	-447.284	-192.701	-3.188.069	-7.676.93
Reddito operativo (Ebit)	-531.457	-244.617	-3.117.030	-7.288.433
Utile (perdita) d'esercizio	+37.887	+32.758	-3.353.459	-7.504.251
Risultato prima delle imposte	-563.865	-154.222	-3.353.459	-7.504.251
Attività fisse	+4.387.158	+4.439.339	+5.341.466	+3.935.156
Patrimonio netto complessivo	+1.960.392	+1.456.198	-1.040.197	-8.544.449
Posizione finanziaria netta	-4.873.248	-3.251.640	-3.051.908	-3.585.477
Posizione finanziaria netta a breve termine	-4.612.758	-2.746.168	-986.166	-1.552.672
Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine	-260.490	-505.472	-2.065.742	-2.032.805
Attività a breve termine	+11.288.078	+10.184.940	+7.056.441	+5.539.935
Passività a breve termine	-7.063.697	-8.763.615	-9.591.108	-13.487.821
Capitale circolante netto	+4.224.381	+1.421.325	-2.534.667	-7.947.886
Passività a medio/lungo termine	-1.777.899	-1.152.826	-795.088	-946.242

Fonte: elaborazione personale.

¹ I dati sono ripresi dalla relazione sulla gestione della società da bilancio riclassificato dalla stessa. Nelle attività fisse sono comprese le imposte anticipate e i crediti esigibili oltre l'esercizio successivo.

La società non è in equilibrio in quanto la gestione operativa, che in un'azienda in normali condizioni dovrebbe generare liquidità, opera in perdita e l'azienda produce liquidità grazie alla gestione del capitale circolante. Questa situazione è però sostenibile solo temporaneamente: per generare liquidità l'impresa deve ridurre i crediti e le rimanenze e ritardare il pagamento dei debiti. Così facendo nel tempo le attività a breve diminuiscono, le passività a breve aumentano, in particolare i debiti verso fornitori², per quanto possibile, ma soprattutto i debiti tributari e previdenziali³ e si arriverà al punto in cui le passività a breve superano le attività a breve termine, situazione ancora più aggravata dalla presenza di una forte esposizione della posizione finanziaria netta e dal deficit patrimoniale.

Negli esercizi del 2020 e del 2021, la mancata copertura da parte dei soci del patrimonio netto negativo è resa possibile dal ricorso alla deroga prevista dal D.L. 23/2020, all'articolo 6, riguardo la sospensione degli obblighi previsti dal Codice civile in tema di perdite del capitale sociale, descritta nel capitolo precedente.

² I debiti verso fornitori passano da 3.486.443 euro nel 2018 a 5.960.236 euro nel 2021.

³ I debiti tributari e previdenziali passano da 2.022.564 euro nel 2018 a 5.111.251 euro nel 2021.

Gli indici di redditività della società 1 sono di seguito riportati⁴:

Figura 4.5 – Indici di redditività della società 1.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
ROE netto	+0,02	+0,02	-3,22*	-0,88*
ROE lordo	+0,29*	+0,11*	-3,22*	-0,88*
ROI	-0,09*	-0,08*	-1,58*	-1,55*
ROS	-0,04	-0,02	-0,36	-0,73

Fonte: elaborazione personale.

Come è possibile notare, la situazione reddituale della società non è soddisfacente ed è in peggioramento nel corso degli anni. Solamente il ROE che esprime la redditività del capitale proprio è positivo e pari al 2% nel 2018 e nel 2019. Il ROI che esprime la redditività del capitale investito e il ROS che esprime la redditività delle vendite sono negativi nei quattro esercizi che precedono il fallimento.

⁴ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

Gli indici di solidità patrimoniale, come calcolati dalla società, sono di seguito riportati:

Figura 4.6 – Indici di solidità patrimoniale della società 1.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Margine primario di struttura	-2.426.766	-2.193.189	-5.591.711	-12.479.605
Quoziente primario di struttura	+0,45	+0,40	-0,23	-2,17
Margine secondario di struttura	-388.377	-534.891	-2.730.881	-9.500.558
Quoziente secondario di struttura	+0,91	+0,85	+0,40	-1,41
Indebitamento	+7,07	+9,19	-12,81	-2,02

Fonte: elaborazione personale.

Il quoziente primario di struttura inferiore all'unità mostra l'incapacità dell'azienda di finanziare l'attivo fisso ricorrendo ai soli mezzi propri. Il valore dell'indice peggiora nel tempo e diventa negativo nell'esercizio del 2020 e del 2021 a causa del patrimonio netto negativo. Il fatto che l'indice sia positivo, ma inferiore all'unità si ritiene fisiologico purché la parte dell'attivo fisso non coperta ricorrendo ai mezzi propri sia finanziata con il ricorso all'indebitamento a medio/lungo termine.

Il quoziente secondario di struttura positivo, ma inferiore all'unità dimostra che l'impresa non è in grado di finanziare l'attivo fisso con il solo ricorso alle fonti di finanziamento durevole. Anche in questo caso si vede che il valore assunto

dall'indice peggiora all'avvicinarsi del fallimento, fino a diventare negativo nell'esercizio precedente.

L'indice di indebitamento mostra che l'impresa ha un'elevata incidenza del debito sui mezzi propri e la situazione peggiora nel momento in cui, a causa delle perdite subite, il patrimonio netto diventa negativo.

Gli indici di liquidità, come calcolati dalla società, sono di seguito riportati:

Figura 4.7 – Indici di liquidità della società 1.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Liquidità primaria	+0,91	+0,83	+0,64	+0,37
Liquidità secondaria	+0,97	+0,89	+0,67	+0,37

Fonte: elaborazione personale.

Gli indici di liquidità, in una situazione di equilibrio, dovrebbero assumere valori superiori all'unità per far sì che l'impresa sia in grado di far fronte ai debiti in scadenza nel breve periodo con le risorse liquide o liquidabili nel breve periodo. Per l'impresa oggetto di analisi i valori degli indici di liquidità negli anni sono sempre inferiori all'unità e si riducono all'avvicinarsi del fallimento.

4.1.2 Società 2

La società 2 ha la forma giuridica della società per azioni e svolge l'attività prevalentemente nel settore industriale, dove opera in qualità di produttore di ortofrutta di IV gamma. La data del fallimento presente nella banca dati risale al 15 ottobre 2021, mentre la data dell'ultimo bilancio pubblicato risale al 31 dicembre

2020. I bilanci analizzati si riferiscono ai tre anni che precedono il fallimento: 2020, 2019 e 2018 e, poiché i bilanci sono a stati comparati, si hanno a disposizione anche i dati relativi al 2017.

Analizzando il rendiconto finanziario della società relativo all'esercizio chiuso al 31/12/2020 sono emersi degli errori nell'inserimento dei dati relativi alle variazioni del capitale circolante netto e alle altre rettifiche che hanno influito sulla determinazione del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto e del flusso finanziario dell'attività operativa. Inoltre, si sono riscontrati degli errori anche nella determinazione del flusso finanziario dell'attività di investimento e del flusso finanziario dell'attività di finanziamento. Per questo motivo di seguito si riporta il rendiconto finanziario della società presente nel bilancio chiuso al 31/12/2020 con le relative correzioni effettuate.

Figura 4.8 – Correzioni al rendiconto finanziario dell'esercizio chiuso al 31/12/2020 della società 2.

	CORREZIONI		31-12-2020	31-12-2019
Rendiconto finanziario, metodo indiretto				
A) Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa (metodo indiretto)				
Utile (perdita) dell'esercizio		(4.758.346)	(565.804)	
Interessi passivi/(attivi)		75.512	70.006	
1) Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus /minusvalenze da cessione		(4.682.834)	(495.798)	
Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto				
Accantonamenti ai fondi		520.612	-	
Ammortamenti delle immobilizzazioni		349.001	460.311	
Totale rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto		869.613	460.311	
2) Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto		(3.813.221)	(35.487)	
Variazioni del capitale circolante netto				
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	263.965	-	505.205	
Decremento/(Incremento) dei crediti verso clienti	3.813.606	(470.404)	(312.402)	
Incremento/(Decremento) dei debiti verso fornitori	359.417	2.915.342	269.212	
Decremento/(Incremento) dei ratei e risconti attivi	(48.996)	(48.996)	-	
Incremento/(Decremento) dei ratei e risconti passivi	(9.318)	162.562	(47.377)	
Altri decrementi/(Altri Incrementi) del capitale circolante netto	55.520	331.540	156.748	
Totale variazioni del capitale circolante netto	4.434.194	2.890.044	571.386	
3) Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	620.973	(923.177)	535.899	
Altre rettifiche				
Interessi incassati/(pagati)	(75.512)	(75.512)	(70.006)	
(Imposte sul reddito pagate)		-	(84.309)	
(Utilizzo dei fondi)	(35.019)	(498.924)	21.259	
Altri incassi/(pagamenti)		125.729	-	
Totale altre rettifiche	(110.531)	(448.707)	(133.056)	
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	510.442	(1.371.884)	402.843	
B) Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento				
Immobilizzazioni materiali				
(Investimenti)	(20.644)	(2.525.926)	(58.705)	
Immobilizzazioni immateriali				
(Investimenti)		(34.450)	(6.250)	
Attività finanziarie non immobilizzate				
(Investimenti)		(29.089)	(64.955)	
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	(20.644)	(2.589.465)	(129.910)	
C) Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento				
Mezzi di terzi				
Incremento/(Decremento) debiti a breve verso banche		1.989.970	(671.807)	
Accensione finanziamenti		1.374.083	410.129	
Mezzi propri				
Aumento di capitale a pagamento		670.323	(2)	
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	(534.290)	4.034.376	(261.680)	
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)	(44.495)	73.027	11.253	

Fonte: elaborazione personale.

Il flusso negativo di 44.495 euro aggiunto alla liquidità di inizio esercizio di 117.532 euro, determina una liquidità finale di 73.037 euro.

Fino alla determinazione del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto i dati inseriti nella colonna del 31/12/2020 sono corretti. Dalle variazioni del capitale circolante netto e fino al flusso finanziario dell'attività operativa i dati inseriti nella colonna del 31/12/2020 sono errati e vengono rielaborati nella colonna "correzioni". Inoltre, sono stati rielaborati anche i flussi finanziari dell'attività di investimento e di finanziamento. Per i flussi finanziari dell'attività di finanziamento è stato determinato solo il flusso totale, non essendo possibile per un analista esterno definire con esattezza la composizione interna del flusso fra accensione di nuovi finanziamenti e rimborsi.

Partendo dall'analisi del rendiconto finanziario, nella tabella sottostante si riportano i flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento risultanti dai bilanci della società relativi agli esercizi 2017, 2018, 2019 e 2020.

Figura 4.9 – Flussi finanziari della società 2.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
31/12/2017	+45.519	-193.373	+176.922
31/12/2018	-470.978	-231.762	+539.451
31/12/2019	+402.843	-64.955	-261.680
31/12/2020	+510.442	-20.644	-534.290

Fonte: elaborazione personale.

Nell'esercizio del 2017 il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo, ma non è sufficiente a coprire gli investimenti effettuati. Per questo motivo la società ricorre a fonti esterne di finanziamento; in particolare incrementa l'indebitamento a breve verso le banche per 658.507 euro e rimborsa dei finanziamenti per 481.584 euro, con un flusso positivo per 176.922 euro.

Nel 2018 l'attività operativa non genera più risorse, ma le assorbe. L'impresa continua ad investire, in particolare in immobilizzazioni materiali, come dimostra il flusso finanziario dell'attività di investimento negativo. Il flusso finanziario dell'attività di finanziamento è positivo in quanto l'impresa incrementa i debiti a breve verso le banche per 752.074 euro e rimborsa finanziamenti per 212.626 euro.

Nell'esercizio del 2019 sembra essere presente una situazione di flussi equilibrata: il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo e di entità sufficiente per coprire gli investimenti, soprattutto in immobilizzazioni materiali, e il rimborso di finanziamenti.

Nell'esercizio del 2020 il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo per 510.442 euro, ma di ammontare insufficiente per sostenere il fabbisogno generato dall'attività di investimento e di finanziamento: l'impresa effettua investimenti in immobilizzazioni materiali per 20.644 euro e l'attività di finanziamento assorbe risorse per 534.290 euro.

Di seguito verrà analizzata nel dettaglio la formazione del flusso finanziario dell'attività operativa per vedere se il valore del flusso è ottenuto a partire da un

utile o da una perdita di esercizio e come gli elementi non monetari e le variazioni del circolante incidono sulla liquidità.

Figura 4.10 - Dettaglio della formazione del flusso finanziario dell'attività operativa della società 2.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Utile (perdita) dell'esercizio	+83.274	+47.301	-565.804	-4.758.346
Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	+351.928	+132.461	-495.798	-4.682.834
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+852.864	+570.235	-35.487	-3.813.221
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+385.011	-324.486	+535.899	+620.973
FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	+45.519	-470.978	+402.843	+510.442

Fonte: elaborazione personale.

Come è possibile notare, solo negli esercizi del 2017 e del 2018 il flusso finanziario dell'attività operativa è calcolato a partire da un utile d'esercizio, in quanto nei due esercizi precedenti il fallimento l'impresa consegue delle perdite.

Nell'esercizio del 2017 l'impresa ha conseguito un utile di 83.274 euro che prima delle imposte sul reddito e degli interessi passivi è positivo per 351.928 euro. Gli elementi non monetari, ossia gli ammortamenti delle immobilizzazioni sono pari a 500.936 euro e rendono il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto positivo per 852.864 euro. Il capitale circolante netto assorbe liquidità per complessivi 467.853 euro e in particolare si ha un aumento delle rimanenze e soprattutto dei crediti verso clienti per 1.348.052 euro. Aumentano

anche i debiti verso fornitori per 1.029.769 euro, ma questo genera un impatto positivo sulla liquidità aziendale. Gli interessi e le imposte pagate riducono il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante di 339.429 euro. In conclusione, nel 2017 il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto, ossia l'utile realmente spendibile dall'impresa, è in grado di sostenere la crescita del circolante e il pagamento di interessi e imposte.

Nel 2018 si nota una situazione analoga all'esercizio precedente fino al flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto che in questo caso, pur essendo positivo, non è in grado di far fronte alla liquidità assorbita dal circolante, data soprattutto dalla riduzione dei debiti verso fornitori per 1.150.033 euro. Il flusso finanziario dopo le variazioni del circolante netto è negativo e gli interessi e le imposte pagate, assorbendo ulteriore liquidità, rendono il flusso finanziario dell'attività operativa negativo per 470.978 euro. In conclusione, nel 2018 il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto non è sufficiente a sostenere la liquidità assorbita dal circolante e dal pagamento di interessi e imposte.

Nel 2019 l'impresa consegue una perdita di esercizio. Gli elementi non monetari, pari a 460.311 euro, non rendono il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto positivo. Il flusso assume segno positivo dopo aver considerato le variazioni del circolante per 571.386 euro e resta positivo anche dopo il pagamento degli interessi e delle imposte. In conclusione, nel 2019 il

flusso finanziario dell'attività operativa è positivo grazie alla liquidità generata dal circolante. Dalla nota integrativa risulta però che la riduzione delle rimanenze nel circolante per 505.205 euro è in realtà in parte dovuta da un incendio sviluppatosi nei magazzini della società e non dalla loro vendita.

Nel 2020 l'impresa registra una perdita di esercizio pari a 4.758.346 euro che, di conseguenza, rende negativi tutti i flussi prima delle variazioni del capitale circolante netto. In particolare, si registra una variazione positiva del capitale circolante netto per 4.434.194 euro data soprattutto dall'azzeramento delle giacenze di magazzino per 263.965 euro, dal decremento dei crediti commerciali per 3.813.606 euro e dall'incremento dei debiti verso fornitori di 359.417 euro. In conclusione, nel 2020 è evidente la situazione di crisi in cui versa l'impresa tenuto conto che la perdita di periodo ha determinato un deficit patrimoniale di 4.088.021 euro.

Di seguito sono determinati e analizzati gli indici di flussi finanziari relativi alla società 2:

Figura 4.11 – Indici di flussi finanziari della società 2.

INDICI	FORMULA	31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		31/12/2020	
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+852.864		+570.235		-35.487		-3.813.221	
	Ricavi di vendita	+9.806.569	+0,09	+10.277.131	+0,05	+10.007.955	-0,003	+3.560.461	-1,07
Indice di monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+385.011		-324.486		+535.899		+620.973	
	Ricavi di vendita	+9.806.569	+0,04	+10.277.131	-0,03	+10.007.955	+0,05	+3.560.461	+0,17
Indice di autofinanziamento	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+852.864		+570.235		-35.487		-3.813.221	
	Reddito operativo	+351.928	+2,42	+242.286	+2,35	-495.798	-0,07	-4.682.834	-0,81
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+385.011		-324.486		+535.899		+620.973	
	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+852.864	+0,45	+570.235	-0,57	-35.487	-15,10	-3.813.221	-0,16
Grado di liquidità del reddito operativo	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+385.011		-324.486		+535.899		+620.973	
	Reddito operativo	+351.928	+1,09	+242.286	-1,34	-495.798	-1,08	-4.682.834	-0,13
Indice di copertura dei finanziamenti (1)	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+385.011		-324.486		+535.899		+620.973	
	Rimborso di debiti + Oneri finanziari	-1.762.251	+0,22	-2.633.943	-0,12	-2.020.337	+0,27	-169.038	+3,67
Indice di copertura dei finanziamenti (2)	Posizione finanziaria netta	-3.614.437		-4.318.597		-3.980.710		-3.490.915	
	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+385.011	9,39	-324.486	-13,31	+535.899	7,43	+620.973	5,62

Fonte: elaborazione personale.

L'indice di potenziale monetizzazione delle vendite è influenzato solo dalla dinamica economica poiché al numeratore vi è un flusso potenziale di liquidità in autofinanziamento che non considera la dinamica del capitale circolante netto. Il segno assunto dall'indice è positivo solo nel 2017 e nel 2018 poiché negli esercizi del 2019 e del 2020 è negativo il flusso finanziario della gestione caratteristica corrente al numeratore. Inoltre, osservando la dinamica temporale si nota un peggioramento all'avvicinarsi del fallimento.

L'indice di monetizzazione delle vendite ha una rilevanza maggiore del precedente in quanto è influenzato sia dalla dinamica reddituale che finanziaria. In questo caso l'indice assume valori positivi e in miglioramento all'avvicinarsi del fallimento, eccetto che nell'esercizio del 2018 dove il flusso finanziario al numeratore negativo fa assumere segno negativo all'indice. Dal confronto con i valori assunti dall'indice precedente si vede come, nei due esercizi che precedono il fallimento, la liquidità sia prodotta grazie alle variazioni del capitale circolante netto.

L'indice di autofinanziamento assume segno positivo e superiore all'unità nell'esercizio del 2017 e del 2018. Nei successivi esercizi il segno assunto dall'indice è negativo poiché l'impresa opera in perdita.

L'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento esprime la capacità dell'autofinanziamento di trasformarsi in liquidità e in una situazione di equilibrio il suo valore dovrebbe avvicinarsi all'unità o superarla. Il valore assunto dall'indice è positivo solo nell'esercizio del 2017, ma non soddisfacente. Nei successivi esercizi il valore dell'indice è negativo: nel 2018 questo è dovuto al fatto che il capitale circolante netto assorbe tutte le risorse prodotte dalla gestione operativa; nel 2019 e nel 2020 il valore è negativo poiché l'impresa opera in perdita.

Il grado di liquidità del reddito operativo esprime la capacità dell'impresa di trasformare ricavi e costi operativi in entrate e uscite. L'indice assume segno positivo solo nell'esercizio del 2017: il reddito operativo si trasforma in liquidità.

Nel 2018 il valore negativo assunto dall'indice sta a significare che la liquidità è assorbita dal capitale circolante netto, nei successivi esercizi l'indice assume valore negativo poiché l'impresa opera in perdita.

L'indice di copertura dei finanziamenti (1) esprime la capacità del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di coprire le quote in scadenza dei finanziamenti e gli oneri finanziari. L'indice assume valori superiori all'unità solo nell'esercizio che precede il fallimento vista la forte riduzione del denominatore rispetto agli esercizi precedenti. Nel 2018 il flusso negativo al numeratore rende la costruzione dell'indice priva di significato.

L'indice di copertura dei finanziamenti (2) esprime il numero medio di anni necessario al flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto per far fronte alla posizione finanziaria netta, nel caso in cui sia destinato esclusivamente a questo scopo. Il numero medio di anni è elevato e nell'esercizio del 2019 l'indice non ha ragione di essere calcolato, essendo il flusso al denominatore negativo.

Si procede ora con l'analisi della situazione economica e patrimoniale della società. Di seguito si riporta una tabella contenente una sintesi dei dati di bilancio⁵ per meglio comprendere la situazione in cui versa l'impresa.

⁵ I dati sono ripresi dalla relazione sulla gestione della società da bilancio riclassificato dalla stessa.

Figura 4.12 – Sintesi dei dati di bilancio della società 2.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ricavi	+10.004.726	+10.799.477	+10.774.433	+3.598.633
Margine operativo lordo (Ebitda)	+654.707	+157.714	-801.965	-3.834.909
Reddito operativo (Ebit)	+351.928	+242.286	-495.798	-4.682.834
Utile (perdita) d'esercizio	+83.274	+47.301	-565.804	-4.758.346
Risultato prima delle imposte	+172.250	+107.702	-565.804	-4.758.346
Attività fisse	+3.086.792	+2.946.710	+2.551.354	+2.268.314
Patrimonio netto complessivo	+1.188.830	+1.236.133	+670.328	-4.088.021
Posizione finanziaria netta	-3.614.437	-4.318.597	-3.980.710	-3.490.915
Posizione finanziaria netta a breve termine	-1.582.573	-2.499.359	-1.950.331	-93.526
Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine	-2.031.864	-1.819.238	-2.030.379	-3.397.389
Attività a breve termine	+6.293.240	+5.817.397	+5.527.125	+1.234.290
Passività a breve termine	-4.015.777	-2.733.152	-3.028.827	-3.453.369
Capitale circolante netto	+2.277.463	+3.084.245	+2.498.298	-2.219.079
Passività a medio/lungo termine	-560.988	-476.225	-398.614	-646.341

Fonte: elaborazione personale.

Come si vede dalla tabella, dal 2018 al 2020 il capitale circolante netto è diminuito per oltre 5 milioni, mentre la posizione finanziaria netta, nello stesso periodo è diminuita di soli 828 mila euro. La riduzione del circolante ha finanziato la riduzione del patrimonio netto per le perdite di esercizio di oltre 5 milioni.

Dalla relazione sulla gestione relativa all'esercizio 2019 risulta una situazione di difficoltà finanziaria derivante da una mancata erogazione di credito da parte

delle banche, dovuta ad una segnalazione della banca di riferimento dell'azienda per un ritardo di incasso di un loro importante cliente. Il conseguente peggioramento del rating si è ripercosso anche sulle altre banche. L'impresa ha inizialmente fatto ricorso al factoring per sopperire alla carenza di liquidità, ma lo strumento si è rivelato non sostenibile. Verso la fine dell'esercizio, la società ha stipulato un accordo con un investitore per risolvere i problemi finanziari, ma dopo una prima erogazione, a causa del Covid-19, l'investitore ha congelato le attività portando allo scioglimento del contratto in essere e provocando gravi ripercussioni sull'andamento della società nell'esercizio del 2020. La società ha quindi avviato l'*iter* per accedere ad una procedura di risoluzione della crisi ed ha depositato la domanda di concordato preventivo in data 01/10/2020.

Inoltre, nella relazione unitaria del collegio sindacale allegata al bilancio dell'esercizio 2018, nella parte A "Relazione del revisore indipendente ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n.39" viene segnalata una situazione di frizione finanziaria che genera ritardi nel pagamento delle imposte e nei rimborsi delle rate di mutuo contratti verso le banche, con un conseguente aggravio dei costi per l'impresa. La crisi di liquidità deriva dai mancati incassi da parte dei principali committenti che, a causa della fragilità del settore di attività, si imbattono in procedure concorsuali da cui derivano perdite su crediti. La stessa situazione è segnalata anche nei bilanci relativi agli esercizi del 2019 e del 2020. La situazione di non sostenibilità della continuità aziendale si rileva, in special modo, nel 2020

con patrimonio netto negativo, capitale circolante netto negativo ed EBITDA fortemente in perdita.

Gli indici di redditività della società 2 sono di seguito riportati⁶:

Figura 4.13 – Indici di redditività della società 2.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
ROE netto	+0,07*	+0,04	-0,84*	-1,16*
ROE lordo	+0,15*	+0,09	-0,84*	-1,16*
ROI	+0,03*	-0,05*	-0,27*	-47,70*
ROS	+0,02*	-0,03*	-0,13*	-1,32

Fonte: elaborazione personale.

La situazione reddituale della società è positiva solamente nell'esercizio del 2017. Nel 2018 solo il ROE assume segno positivo e comunque in calo rispetto all'esercizio precedente. Il valore assunto dagli indici peggiora all'avvicinarsi del fallimento.

⁶ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società. In particolare, per il calcolo del ROI e del ROS al numeratore è stato utilizzato il "risultato operativo" prendendo il valore che risulta dalla riclassificazione del conto economico presente nella relazione sulla gestione e al denominatore il dato del capitale investito che risulta dalla riclassificazione dello stato patrimoniale presente nella relazione sulla gestione.

Gli indici di solidità patrimoniale, come calcolati dalla società, sono di seguito riportati⁷:

Figura 4.14 – Indici di solidità patrimoniale della società 2.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Margine primario di struttura	-1.897.962	-1.710.576	-1.881.026	-6.356.335*
Quoziente primario di struttura	+0,39	+0,42	+0,26	-1,80*
Margine secondario di struttura	+694.890	+584.887	+547.968	-2.312.605*
Quoziente secondario di struttura	+1,23	+1,20	+1,21	-0,02*
Indebitamento	+6,85	+5,96	+11,00	-0,87

Fonte: elaborazione personale.

Il quoziente primario di struttura inferiore all'unità mostra l'incapacità dell'azienda di finanziare l'attivo fisso ricorrendo ai soli mezzi propri. Il valore dell'indice peggiora nel 2019 e diventa negativo nell'esercizio del 2020 a causa delle perdite subite dalla società che hanno intaccato il valore del patrimonio netto, fino a renderlo negativo. Il fatto che l'indice sia positivo, ma inferiore all'unità si ritiene fisiologico purché la parte dell'attivo fisso non coperta ricorrendo ai mezzi propri sia finanziata con il ricorso all'indebitamento a medio/lungo termine.

Il quoziente secondario di struttura positivo e superiore all'unità dimostra che l'impresa è in grado di finanziare l'attivo fisso con il solo ricorso delle fonti di

⁷ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

finanziamento durevole. Il valore assunto dall'indice diventa negativo nell'esercizio precedente il fallimento a causa del patrimonio netto negativo.

L'indice di indebitamento mostra che l'incidenza del debito sui mezzi propri si riduce nel 2018, per poi aumentare nel 2019 di oltre 5 punti rispetto all'esercizio precedente. Nel 2020, a causa delle perdite subite, il patrimonio netto diventa negativo e di conseguenza il valore dell'indice.

Gli indici di liquidità, come calcolati dalla società, sono di seguito riportati:

Figura 4.15 – Indici di liquidità della società 2.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Liquidità primaria	+0,99	+0,97	+1,09	+0,36
Liquidità secondaria	+1,12	+1,11	+1,15	+0,36

Fonte: elaborazione personale.

Gli indici di liquidità, in una situazione di equilibrio, dovrebbero assumere valori superiori all'unità per far sì che l'impresa sia in grado di far fronte ai debiti in scadenza nel breve periodo con le risorse liquide o liquidabili nel breve periodo.

Ad eccezione del 2020, i valori assunti dagli indici si ritengono soddisfacenti, in particolare i valori assunti dall'indice di liquidità secondaria.

4.1.3 Società 3

La società 3 ha la forma giuridica della società per azioni ed opera nel settore del commercio all'ingrosso di abbigliamento e accessori. La data del fallimento presente nella banca dati risale al 16 dicembre 2021, mentre la data dell'ultimo

bilancio pubblicato risale al 31 gennaio 2021. I bilanci analizzati si riferiscono ai tre anni che precedono il fallimento: il bilancio chiuso al 31/01/2021, al 31/01/2020 e al 31/01/2019 e, poiché i bilanci sono a stati comparati, si hanno a disposizione anche i dati relativi al bilancio chiuso al 31/01/2018.

Partendo dall'analisi del rendiconto finanziario, nella tabella sottostante si riportano i flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento risultanti dai bilanci della società relativi agli esercizi chiusi al 31/01/2018, al 31/01/2019, al 31/01/2020 e al 31/01/2021.

Figura 4.16 – Flussi finanziari della società 3.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
31/01/2018	-2.720.717	-35.399	+2.278.234
31/01/2019	-120.163	-45.698	-68.945
31/01/2020	+1.968.436	-960.160	-1.058.876
31/01/2021	-10.604.535	+53.749	-74.771

Fonte: elaborazione personale.

Nell'esercizio chiuso al 31/01/2018 l'attività operativa non genera risorse, ma le assorbe per 2.720.717 euro. Il flusso positivo si ha nell'attività di finanziamento ed è dato dall'incremento di debiti a breve verso le banche per 1.743.451 euro e dall'accensione di finanziamenti a medio/lungo termine per 534.785 euro. Questo significa che è importante per l'impresa che l'attività operativa nei successivi esercizi generi risorse almeno di sufficiente entità tali da permettere il pagamento

degli oneri finanziari e il rimborso delle rate dei debiti in scadenza, oltre al mantenimento dell'efficienza delle immobilizzazioni tecniche.

Nel bilancio chiuso al 31/01/2019 si ha una situazione in cui tutti e tre i flussi finanziari assumono segno negativo: l'attività operativa continua ad assorbire risorse, anziché generarle, seppure in misura minore rispetto al 2018; l'impresa effettua non rilevanti investimenti, soprattutto in immobilizzazioni materiali ed immateriali, e rimborsa debiti a breve verso le banche per 145.508 euro, ricorrendo allo stesso tempo a nuovi finanziamenti per 76.563 euro. Quanto descritto denota una situazione di difficoltà gestionale, non sostenibile nel medio-lungo periodo.

Nell'esercizio chiuso al 31/01/2020 il flusso finanziario dell'attività operativa è per la prima volta positivo nel periodo di analisi. In realtà, le risorse generate dalla gestione operativa non risultano sufficienti a sostenere i fabbisogni finanziari per le altre gestioni, nonostante la società sia ricorsa a nuovi finanziamenti per 963.215 euro.

Nel bilancio chiuso al 31/01/2021 è evidente la situazione di crisi in cui versa l'impresa: l'attività operativa assorbe risorse per oltre 10 milioni di euro. Inoltre, il flusso finanziario dell'attività di investimento positivo deriva dal fatto che i disinvestimenti in immobilizzazioni immateriali superano gli investimenti in immobilizzazioni materiali e finanziarie. Nell'attività di finanziamento l'impresa incrementa l'indebitamento bancario a breve per 941.782 euro e rimborsa finanziamenti per 1.016.553 euro.

Di seguito si analizza la formazione del flusso finanziario dell'attività operativa per vedere se il valore del flusso è ottenuto a partire da un utile o da una perdita di esercizio e come gli elementi non monetari e le variazioni del circolante incidono sulla liquidità.

Figura 4.17 – Dettaglio della formazione del flusso finanziario dell'attività operativa della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
Utile (perdita) dell'esercizio	+245.184	+129.547	+269.811	-17.452.259
Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	+585.017	+535.542	+646.631	-17.179.270
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+725.979	+686.974	+1.046.231	-16.746.830
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-2.525.852	+285.832	+2.345.256	-10.331.539
FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	-2.720.717	-120.163	+1.968.436	-10.604.535

Fonte: elaborazione personale.

Nell'esercizio chiuso al 31/01/2018 il flusso finanziario dell'attività operativa viene calcolato a partire dall'utile di esercizio e il risultato migliora prima delle imposte e degli interessi passivi. Gli elementi non monetari, in particolare gli accantonamenti ai fondi e gli ammortamenti delle immobilizzazioni, hanno un impatto positivo di 140.962 euro e rendono il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto positivo per 725.979 euro. Questo flusso viene interamente assorbito dal circolante che complessivamente ha una variazione

negativa pari a 3.251.831 euro, dovuta soprattutto alla riduzione dei debiti verso fornitori per 2.383.106 euro. Inoltre, anche l'aumento delle rimanenze e dei crediti verso clienti hanno un impatto negativo sulla liquidità. Il flusso finanziario dell'attività operativa è negativo per 2.720.717 euro, dopo aver considerato il pagamento degli interessi e delle imposte.

Nell'esercizio chiuso al 31/01/2019 non ci sono particolari differenze rispetto all'esercizio precedente nella determinazione del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto. Quello che cambia è l'impatto del circolante netto che registra una variazione negativa, come nell'anno precedente, ma in valore inferiore pari a 401.142 euro, dovuta ad un notevole aumento delle rimanenze pari a 5.557.888 euro, in parte compensata con l'incremento dei debiti verso fornitori per 3.688.864 euro. La crescita del magazzino, come si legge nella relazione sulla gestione, è dovuta all'anticipo degli acquisti per la stagione primavera estate 2019. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è ancora positivo e diventa negativo dopo aver considerato il pagamento degli interessi e delle imposte per complessivi 405.995 euro.

Nell'esercizio chiuso al 31/01/2020 non si registrano andamenti differenti rispetto agli anni precedenti nella determinazione del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto che è positivo per 1.046.231 euro. Il circolante netto complessivamente produce liquidità per 1.299.025 euro dovuta soprattutto ad un decremento delle rimanenze e dei crediti verso clienti. Il flusso

finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è positivo per 2.345.256 euro e resta positivo anche dopo il pagamento degli interessi e delle imposte.

Nell'esercizio chiuso al 31/01/2021 il flusso finanziario dell'attività operativa viene calcolato a partire da una perdita di esercizio pari a 17.452.259 euro che di fatto rende negativi tutti i successivi flussi. Quello che si nota è un notevole decremento delle rimanenze di 10.860.090 euro nel circolante dato dalla loro perdita di valore.

In conclusione, dall'analisi dei flussi risulta che solo nell'esercizio chiuso al 31/01/2020 la società consegue dei risultati soddisfacenti.

Prima di analizzare gli indici di flussi finanziari della società si specifica che nella relazione sulla gestione non viene determinata la posizione finanziaria netta necessaria per calcolare alcuni indici. La posizione finanziaria netta della società è stata quindi calcolata nel modo seguente:

Figura 4.18 – Posizione finanziaria netta della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
Disponibilità liquide	290.520	343.158	90.871	140.867
Debiti verso banche (entro l'esercizio successivo)	2.330.138	2.184.630	162.539	1.104.321
Debiti finanziari a breve termine	2.330.138	2.184.630	162.539	1.104.321
Posizione finanziaria netta a breve termine	-2.039.618	-1.841.472	-71.668	-963.454
Debiti verso banche (oltre l'esercizio successivo)	1.989.455	2.066.018	3.029.233	2.012.680
Crediti finanziari	60.000	494.106	180.313	207.127
Posizione finanziaria netta a medio e lungo termine	-1.929.455	-1.571.912	-2.848.920	-1.805.553
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	-3.969.073	-3.413.384	-2.920.588	-2.769.007

Fonte: elaborazione personale.

Si precisa, inoltre, che la società pone in essere delle operazioni di locazione finanziaria, ma nel calcolo della posizione finanziaria netta non è stato considerato il debito residuo verso la società di *leasing*, nonostante la sua natura finanziaria, poiché nella nota integrativa non è presente il prospetto che rileva le operazioni di locazione finanziaria secondo il metodo finanziario e non è quindi possibile determinarlo⁸.

Di seguito sono determinati e analizzati gli indici di flussi finanziari relativi alla società 3:

⁸ Tra l'altro il valore non è significativo.

Figura 4.19 – Indici di flussi finanziari della società 3.

INDICI	FORMULA	31/01/2018		31/01/2019		31/01/2020		31/01/2021	
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+725.979		+689.974		+1.046.231		-16.746.830	
	Ricavi di vendita	+20.089.908	+0,04	+15.457.306	+0,04	+18.671.819	+0,06	+7.519.637	-2,23
Indice di monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-2.525.852		+285.832		+2.345.256		-10.331.539	
	Ricavi di vendita	+20.089.908	-0,13	+15.457.306	+0,02	+18.671.819	+0,13	+7.519.637	-1,37
Indice di autofinanziamento	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+725.979		+689.974		+1.046.231		-16.746.830	
	Reddito operativo	+585.017	+1,24	+535.542	+1,29	+646.619	+1,62	-17.179.270	-0,97
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-2.525.852		+285.832		+2.345.256		-10.331.539	
	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+725.979	-3,48	+689.974	+0,41	+1.046.231	+2,24	-16.746.830	-0,62
Grado di liquidità del reddito operativo	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-2.525.852		+285.832		+2.345.256		-10.331.539	
	Reddito operativo	+585.017	-4,32	+535.542	+0,53	+646.619	+3,63	-17.179.270	-0,60
Indice di copertura dei finanziamenti (1)	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-2.525.852		+285.832		+2.345.256		-10.331.539	
	Rimborso di debiti + Oneri finanziari	-2.170.927	-1,16	-2.136.842	+0,13	-249.624	+9,40	-1.236.443	-8,36
Indice di copertura dei finanziamenti (2)	Posizione finanziaria netta	-3.969.073		-3.413.384		-2.920.588		-2.769.007	
	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-2.525.852	-1,57	+285.832	11,94	+2.345.256	1,25	-10.331.539	-0,27

Fonte: elaborazione personale.

L'indice di potenziale monetizzazione delle vendite è influenzato solo dalla dinamica economica poiché al numeratore vi è un flusso potenziale di liquidità in autofinanziamento che non considera la dinamica del capitale circolante netto. Il valore assunto dall'indice diventa negativo nell'esercizio che precede il fallimento. Negli esercizi chiusi al 31/01/2018 e al 31/01/2019 il 4% dei ricavi può potenzialmente trasformarsi in liquidità e nell'esercizio successivo la percentuale sale di poco. Si deve però considerare l'effetto del circolante.

L'indice di monetizzazione delle vendite ha una rilevanza maggiore del precedente in quanto è influenzato sia dalla dinamica reddituale che finanziaria. L'indice assume valori positivi negli esercizi chiusi al 31/01/2019 e al 31/01/2020. Nell'esercizio chiuso al 31/01/2018 l'indice assume segno negativo poiché il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è negativo, tenuto conto che il circolante assorbe liquidità. Nell'esercizio che precede il fallimento il flusso al numeratore è negativo, nonostante la variazione del circolante sia positiva poiché l'impresa consegue una perdita di esercizio.

L'indice di autofinanziamento assume segno positivo e superiore all'unità fino all'esercizio chiuso al 31/01/2020: il valore dell'indice aumenta negli anni. Nel bilancio chiuso al 31/01/2021 l'indice non ha motivo di essere calcolato essendo negativo sia il reddito operativo della gestione caratteristica che il flusso finanziario.

L'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento esprime la capacità dell'autofinanziamento di trasformarsi in liquidità e in una situazione di equilibrio il suo valore dovrebbe avvicinarsi all'unità o superarla. Nel bilancio chiuso al 31/01/2018 il valore assunto dall'indice è negativo in quanto il capitale circolante netto assorbe liquidità. Nei successivi due esercizi il valore assunto dall'indice è positivo e nell'esercizio chiuso al 31/01/2020 supera l'unità. Nell'esercizio chiuso al 31/01/2021 l'indice non ha ragione di essere calcolato.

Il grado di liquidità del reddito operativo esprime la capacità dell'impresa di trasformare ricavi e costi operativi in entrate e uscite. L'indice assume segno negativo nel bilancio chiuso al 31/01/2018 in quanto sul flusso del capitale circolante netto prevalgono le uscite monetarie. Nei successivi esercizi l'indice assume valore positivo e in crescita. Nell'esercizio chiuso al 31/01/2021 l'indice non ha ragione di essere calcolato essendo negativo il reddito operativo al denominatore.

L'indice di copertura dei finanziamenti (1) esprime la capacità del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di coprire le quote in scadenza dei finanziamenti e gli oneri finanziari. Questa capacità è presente solamente negli esercizi chiusi al 31/01/2019 e al 31/01/2020, in maniera particolare in questo secondo esercizio, vista la forte riduzione dell'indebitamento bancario a breve.

L'indice di copertura dei finanziamenti (2) esprime il numero medio di anni necessario al flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto per far fronte alla posizione finanziaria netta, nel caso in cui sia destinato esclusivamente a questo scopo. Il numero medio di anni è soddisfacente solo nell'esercizio chiuso al 31/01/2020 in quanto negli altri esercizi il flusso al denominatore è negativo o estremamente contenuto rispetto alla posizione finanziaria netta.

Si procede ora con l'analisi della situazione economica e patrimoniale della società. Di seguito si riporta una tabella contenente una sintesi dei dati di bilancio⁹ per meglio comprendere la situazione in cui versa l'impresa.

Figura 4.20 – Sintesi dei dati di bilancio della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
Ricavi	+20.089.908	+15.457.306	+18.671.819	+7.519.637
Margini operativo lordo (Ebitda)	+631.811	+587.398	+931.582	-16.882.806
Reddito operativo (Ebit)	+585.017	+535.542	+646.619	-17.179.270
Utile (perdita) d'esercizio	+245.184	+129.547	+269.811	-17.452.259
Risultato prima delle imposte	+435.708	+240.172	+468.663	-17.452.259
Attività fisse	+274.465	+703.997	+1.378.611	+1.324.862
Patrimonio netto complessivo	+1.828.059	+1.957.603	+2.227.399	-15.224.862
Posizione finanziaria netta	-3.969.073	-3.413.384	-2.920.588	-2.769.007
Posizione finanziaria netta a breve termine	-2.039.618	-1.841.472	-71.668	-963.454
Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine	-1.929.455	-1.571.912	-2.848.920	-1.805.553
Attività a breve termine	+11.280.572	+16.995.807	+14.946.974	+3.565.282
Passività a breve termine	-6.782.832	-10.501.335	-4.416.268	-16.504.484
Capitale circolante netto	+4.497.740	+6.494.472	+10.530.706	-12.939.202
Passività a medio/lungo termine	-2.944.146	-5.240.866	-9.681.918	-3.610.522

Fonte: elaborazione personale.

⁹ I dati sono ripresi dalla relazione sulla gestione della società da bilancio riclassificato dalla stessa. Si precisa che i dati relativi alle attività a breve termine, alle passività a breve e a medio/lungo termine derivano dalla riclassificazione dello stato patrimoniale effettuata dalla società nella relazione sulla gestione e contengono al loro interno anche i debiti a breve e medio/lungo termine verso le banche, considerati nella determinazione della posizione finanziaria netta.

La società, come si legge nella relazione sulla gestione dell'ultimo esercizio, è stata pesantemente danneggiata dalle chiusure dei negozi a seguito dell'emergenza pandemica che, in aggiunta, ha ridotto l'affluenza turistica causando notevoli flessioni negli incassi alla riapertura dei negozi. Inoltre, le dimensioni aziendali non hanno permesso alla società di beneficiare dei ristori previsti dal Governo e una banca ha rifiutato la richiesta di moratoria possibile per il Covid-19 causando il blocco di ogni operazione di acquisizione di liquidità per l'azienda.

Gli indici di redditività della società 3 sono di seguito riportati¹⁰:

Figura 4.21 – Indici di redditività della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
ROE netto	+0,13	+0,06	+0,12	-1,15
ROE lordo	+0,25*	+0,12*	+0,21*	-1,15*
ROI	+0,05	+0,03*	+0,04	-3,51*
ROS	+0,03	+0,03	+0,04	-2,29*

Fonte: elaborazione personale.

Il ROE, il ROI e il ROS sono positivi sino all'esercizio del fallimento dove divengono negativi. Inoltre, si nota che nell'esercizio chiuso al 31/01/2019 gli indici subiscono una flessione rispetto all'esercizio chiuso al 31/01/2018 e al 31/01/2020.

¹⁰ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

Gli indici di solidità patrimoniale della società 3 sono di seguito riportati¹¹:

Figura 4.22 – Indici di solidità patrimoniale della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
Margine primario di struttura	+1.553.594*	+1.253.606*	+848.788*	-16.549.724*
Quoziente primario di struttura	+6,66*	+2,78*	+1,62*	-11,49*
Margine secondario di struttura	+4.497.740*	+6.494.472*	+10.530.706*	-12.939.202*
Quoziente secondario di struttura	+17,39*	+10,23*	+8,63*	-8,77*
Indebitamento	+5,32*	+8,04*	+6,33*	-1,32*

Fonte: elaborazione personale.

Il quoziente primario di struttura superiore all'unità mostra la capacità dell'azienda di finanziare l'attivo fisso ricorrendo ai soli mezzi propri. Il valore dell'indice si riduce all'avvicinarsi del fallimento fino a diventare negativo in quell'esercizio.

Il quoziente secondario di struttura positivo e superiore all'unità dimostra che l'impresa finanzia l'attivo fisso con il solo ricorso delle fonti di finanziamento durevole, ossia patrimonio netto e passività consolidate. Anche in questo caso si vede che il valore assunto dall'indice si riduce all'avvicinarsi del fallimento, fino a diventare negativo in quell'esercizio.

¹¹ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

L'indice di indebitamento mostra che l'impresa ha un'elevata incidenza del debito sui mezzi propri. Negli anni l'impresa riduce il ricorso all'indebitamento a breve privilegiando le forme a medio/lungo termine. Nell'anno del fallimento, a causa delle perdite subite, il patrimonio netto diventa negativo.

Gli indici di liquidità della società 3 sono di seguito riportati¹²:

Figura 4.23 – Indici di liquidità della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
Liquidità primaria	+0,04*	+0,03*	+0,02*	+0,01*
Liquidità secondaria	+0,51*	+0,34*	+0,64*	+0,14*

Fonte: elaborazione personale.

Gli indici di liquidità, in una situazione di equilibrio, dovrebbero assumere valori superiori all'unità per far sì che l'impresa sia in grado di far fronte ai debiti in scadenza nel breve periodo con le risorse liquide o liquidabili nel breve periodo. Per l'impresa oggetto di analisi i valori degli indici di liquidità negli anni sono sempre inferiori all'unità e si riducono all'avvicinarsi del fallimento, eccetto l'indice di liquidità secondaria che nell'esercizio chiuso al 31/01/2020 registra una crescita rispetto agli esercizi precedenti poiché, come detto in precedenza, l'impresa riduce il ricorso all'indebitamento a breve e di conseguenza si riduce il denominatore dell'indice.

¹² I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

4.1.4 Società 4

La società 4 ha la forma giuridica della società a responsabilità limitata ed opera nel settore delle costruzioni edili, con particolare esperienza nelle costruzioni commerciali. La data del fallimento presente nella banca dati risale all'11 ottobre 2021, mentre la data dell'ultimo bilancio pubblicato risale al 31 dicembre 2020. I bilanci analizzati si riferiscono ai tre anni che precedono il fallimento: 2020, 2019 e 2018 e, poiché i bilanci sono a stati comparati, si hanno a disposizione anche i dati relativi al 2017. Si precisa che per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 il bilancio di esercizio è redatto in forma abbreviata.

Partendo dall'analisi del rendiconto finanziario, nella tabella sottostante si riportano i flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento risultanti dai bilanci della società relativi agli esercizi 2017, 2018, 2019 e 2020.

Figura 4.24 – Flussi finanziari della società 4.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
31/12/2017	+84.895	+75.573	-33.254
31/12/2018	-821.022	-45.908	+735.842
31/12/2019	+726.463	-768.802	+343.381
31/12/2020	+660.657	+18.459	-1.185.342

Fonte: elaborazione personale.

Nel 2017 il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo e di ammontare sufficiente per sostenere l'attività di investimento e di finanziamento. L'attività di investimento genera complessivamente un flusso positivo dato da investimenti in immobilizzazioni materiali per 12.472 euro e da disinvestimenti in attività finanziarie non immobilizzate per 88.045 euro. Nell'attività di finanziamento l'impresa rimborsa debiti a breve verso le banche.

Il 2018, come si vede dalla tabella, è l'unico esercizio nel periodo di analisi in cui si registra un flusso finanziario dell'attività operativa negativo. L'impresa genera risorse dall'attività di finanziamento incrementando l'indebitamento bancario a breve termine. Nell'attività di investimento l'impresa investe in immobilizzazioni materiali per 35.888 euro e immateriali per 10.020 euro.

Nel 2019 il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo e di entità sufficiente a sostenere gli investimenti in immobilizzazioni materiali che l'impresa effettua nell'esercizio pari a 19.859 euro. Inoltre, nell'attività di investimento l'impresa investe in immobilizzazioni finanziarie per 748.942 euro. L'attività di finanziamento è caratterizzata dall'incremento dei debiti a breve verso le banche.

Nel 2020 il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo, ma di ammontare insufficiente per sostenere il rimborso dei debiti a breve verso le banche che rende il flusso finanziario dell'attività di finanziamento negativo per oltre un milione di euro. Nell'attività di investimento l'impresa effettua investimenti in immobilizzazioni materiali per 730.483 euro e disinveste in immobilizzazioni

finanziarie per 748.942 euro. In realtà, se si osserva la tabella dei movimenti delle immobilizzazioni materiali nella nota integrativa, si vede che l'impresa effettua investimenti per 12.023 euro e disinvestimenti per 30.482 euro. Inoltre, la voce di importo pari a 748.942 euro di disinvestimenti di immobilizzazioni finanziarie è stata classificata in maniera errata: l'errore si registra già nel conto economico poiché la svalutazione di attività finanziarie è stata indicata alla voce B.10 c) anziché nella sezione D e nel rendiconto finanziario è stata riportata erroneamente una prima volta come costo non monetario tra gli elementi del flusso dell'attività operativa, ed è stata indicata nuovamente tra le fonti dei disinvestimenti finanziari. La doppia registrazione come fonte è stata recuperata incrementando gli impieghi per gli investimenti delle immobilizzazioni materiali dello stesso importo.

Di seguito verrà analizzata nel dettaglio la formazione del flusso finanziario dell'attività operativa per vedere se il valore del flusso è ottenuto a partire da un utile o da una perdita di esercizio e come gli elementi non monetari e le variazioni del circolante incidono sulla liquidità.

Figura 4.25 – Dettaglio della formazione del flusso finanziario dell'attività operativa della società 4.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Utile (perdita) dell'esercizio	+32.415	+135.153	-139.201	-6.622.640
Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	+101.634	+267.535	+41.332	-6.448.625
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+134.552	+321.718	+289.693	-4.551.386
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+100.711	-794.114	+818.244	-653.018
FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	+84.895	-821.022	+726.463	+660.657

Fonte: elaborazione personale.

Nel 2017 il flusso finanziario dell'attività operativa si forma a partire da un utile di esercizio di 32.415 euro che prima delle imposte sul reddito e gli interessi passivi è positivo per 101.634 euro. Le rettifiche per elementi non monetari sono pari a 32.918 euro e rendono il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto positivo per 134.552 euro. Il capitale circolante netto assorbe liquidità per 33.841 euro: in particolare, si registra un incremento delle rimanenze per 934.853 euro, un decremento dei crediti verso clienti per 1.306.186 euro e un decremento dei debiti verso fornitori per 978.761 euro. Dopo le variazioni del capitale circolante netto il flusso resta positivo per 100.711 euro. Dopo aver considerato le altre rettifiche, che riguardano principalmente il pagamento di interessi, il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo per 84.895 euro.

Nel 2018 non ci sono particolari differenze rispetto all'esercizio precedente nella determinazione del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto. Quello che cambia è l'impatto del circolante netto che registra una variazione negativa, come nell'anno precedente, ma in questo caso di ammontare superiore, pari a 1.115.832 euro, dovuta principalmente ad un incremento delle rimanenze per 1.362.415 euro, un incremento dei crediti verso clienti di 3.305.129 euro, un incremento dei debiti verso fornitori per 4.068.097 euro e da altri incrementi del capitale circolante netto per 512.586 euro. Questo rende il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto negativo per 794.114 euro. Dopo aver considerato le altre rettifiche, date soprattutto dal pagamento di interessi, il flusso finanziario dell'attività operativa è negativo per 821.022 euro.

Nel 2019 il flusso finanziario dell'attività operativa si calcola a partire da una perdita di esercizio che diviene un utile di 41.332 euro prima delle imposte e degli interessi passivi. Le rettifiche per elementi non monetari sono pari a 248.361 euro, di cui 196.696 euro rappresenta un accantonamento ai fondi. Al contrario degli esercizi precedenti, il circolante produce liquidità per 528.551 euro: si registra un aumento delle rimanenze e dei crediti verso clienti, una riduzione dei debiti verso fornitori e altri decrementi. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è positivo per 818.244 euro. Dopo aver considerato le altre rettifiche pari a 91.781 euro, date soprattutto dal pagamento di interessi, il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo per 726.463 euro.

Nel 2020 il flusso finanziario dell'attività operativa viene calcolato a partire da una perdita di 6.622.640 euro e, nonostante ciò, risulta essere positivo per 660.657 euro. Infatti, dopo aver considerato le rettifiche per elementi non monetari pari a 1.897.239 euro, il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto è negativo per 4.551.386 euro. Il capitale circolante netto produce liquidità per complessivi 3.898.368 euro, data principalmente da un decremento delle rimanenze di 2.304.127 euro e dei crediti per 858.617 euro e da un aumento dei debiti verso fornitori per 640.230 euro. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è negativo per 653.018 euro. Il totale delle altre rettifiche è positivo per 1.313.675 euro ed è ottenuto inserendo l'accantonamento al fondo rischi e TFR di 1.487.690 euro e considerando il pagamento degli interessi per la differenza.

Prima di analizzare gli indici di flussi finanziari della società si specifica che nella relazione sulla gestione non viene determinata la posizione finanziaria netta necessaria per calcolare alcuni indici. La posizione finanziaria netta della società è stata quindi calcolata nel modo seguente:

Figura 4.26 – Posizione finanziaria netta della società 4.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Disponibilità liquide	393.601	262.513	563.555	57.329
Debiti verso banche (entro l'esercizio successivo)	/	1.413.518	1.756.898	571.554
Debiti finanziari a breve termine	/	1.413.518	1.756.898	571.554
Posizione finanziaria netta a breve termine	/	-1.151.005	-1.193.343	-514.225
Debiti verso banche (oltre l'esercizio successivo)	/	0	0	0
Posizione finanziaria netta a medio e lungo termine	/	0	0	0
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	/	-1.151.005	-1.193.343	-514.225

Fonte: elaborazione personale.

Per il 2017 non è stato possibile determinare l'ammontare dei debiti verso le banche poiché i dati sono stati presi dal bilancio dell'esercizio del 2018 che, essendo redatto in forma abbreviata, contiene nella macroclasse D del passivo il totale dei debiti, distinguendo tra quelli esigibili entro ed oltre l'esercizio, ma non la loro composizione per natura.

Si precisa, inoltre, che la società pone in essere delle operazioni di locazione finanziaria, ma nel calcolo della posizione finanziaria netta non è stato considerato il debito residuo verso la società di *leasing*, nonostante la sua natura finanziaria, in quanto di importo non rilevante.

Di seguito sono determinati e analizzati gli indici di flussi finanziari relativi alla società 4:

Figura 4.27 – Indici di flussi finanziari della società 4.

INDICI	FORMULA	31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		31/12/2020	
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+134.552	+0,02	+321.718	+0,03	+289.693	+0,02	-4.551.386	-0,39
	Ricavi di vendita	+7.168.674		+11.623.161		+12.701.518		+11.688.868	
Indice di monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+100.711	+0,01	-794.114	-0,07	+818.244	+0,06	-653.018	-0,06
	Ricavi di vendita	+7.168.674		+11.623.161		+12.701.518		+11.688.868	
Indice di autofinanziamento	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+134.552	+1,32	+321.718	+1,20	+289.693	+7,01	-4.551.386	-0,80
	Reddito operativo	+101.634		+267.535		+41.332		-5.699.683	
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+100.711	+0,75	-794.114	-2,47	+818.244	+2,82	-653.018	-0,14
	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+134.552		+321.718		+289.693		-4.551.386	
Grado di liquidità del reddito operativo	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+100.711	+0,99	-794.114	-2,97	+818.244	+19,80	-653.018	-0,11
	Reddito operativo	+101.634		+267.535		+41.332		-5.699.683	
Indice di copertura dei finanziamenti (1)	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+100.711	/	-794.114	-0,67	+818.244	+0,63	-653.018	-0,95
	Rimborso di debiti + Oneri finanziari	/		-1.180.243		-1.288.654		-688.240	
Indice di copertura dei finanziamenti (2)	Posizione finanziaria netta	/	/	-1.151.005	-1,45	-1.193.343	1,46	-514.225	-0,79
	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+100.711		-794.114		+818.244		-653.018	

Fonte: elaborazione personale.

L'indice di potenziale monetizzazione delle vendite è influenzato solo dalla dinamica economica poiché al numeratore vi è un flusso potenziale di liquidità in autofinanziamento che non considera la dinamica del capitale circolante netto. Il valore assunto dall'indice è positivo sino al 2019 e diventa negativo nell'esercizio che precede il fallimento.

L'indice di monetizzazione delle vendite ha una rilevanza maggiore del precedente in quanto è influenzato sia dalla dinamica reddituale che finanziaria.

L'indice assume valori positivi nell'esercizio del 2017 e del 2019 dove, a seguito del forte aumento del flusso al numeratore rispetto all'esercizio precedente, il 6% dei ricavi di vendita si sono trasformati in liquidità effettiva. Negli esercizi del 2018 e del 2020 il flusso finanziario negativo al numeratore rende negativo il valore assunto dall'indice.

L'indice di autofinanziamento assume segno positivo e superiore all'unità fino all'esercizio del 2019 e il valore cresce nel tempo. Nell'esercizio precedente il fallimento sia il flusso finanziario al numeratore che il reddito operativo al denominatore sono negativi e rendono la costruzione dell'indice priva di significato.

L'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento esprime la capacità dell'autofinanziamento di trasformarsi in liquidità e in una situazione di equilibrio il suo valore dovrebbe avvicinarsi all'unità o superarla. Solo negli esercizi del 2017 e del 2019 il valore è positivo e nel secondo caso supera l'unità. Nel 2018 l'indice assume segno negativo poiché il circolante assorbe liquidità. Nel 2020 l'indice non ha ragione di essere calcolato in quanto il flusso al denominatore è negativo.

Il grado di liquidità del reddito operativo esprime la capacità dell'impresa di trasformare ricavi e costi operativi in entrate e uscite. Questa capacità è presente nel 2017 e in modo particolare nel 2019. Nel 2018 il valore assunto dall'indice è negativo poiché il flusso al numeratore è negativo in quanto il circolante assorbe

liquidità. Nel 2020 il reddito operativo negativo al denominatore rende priva di significato la costruzione dell'indice.

L'indice di copertura dei finanziamenti (1) esprime la capacità del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di coprire le quote in scadenza dei finanziamenti e gli oneri finanziari. L'indice presenta valori positivi, ma inferiori all'unità solo nell'esercizio del 2019, di conseguenza le risorse prodotte sono insufficienti allo scopo.

L'indice di copertura dei finanziamenti (2) esprime il numero medio di anni necessario al flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto per far fronte alla posizione finanziaria netta, nel caso in cui sia destinato esclusivamente a questo scopo. Solo nel 2019 l'indice ha ragione di essere calcolato. Si precisa che l'impresa non ha debiti verso banche oltre l'esercizio successivo e quindi la posizione finanziaria netta è data dai debiti verso banche in scadenza nell'esercizio: questo conferma che le risorse prodotte dalla gestione operativa sono insufficienti.

Si procede ora con l'analisi della situazione economica e patrimoniale della società. Di seguito si riporta una tabella contenente una sintesi dei dati di bilancio¹³ per meglio comprendere la situazione in cui versa l'impresa.

¹³ I dati sono ripresi dalla relazione sulla gestione della società da bilancio riclassificato dalla stessa. Il reddito operativo dell'esercizio corrisponde all'ebit normalizzato del conto economico riclassificato dalla società. Inoltre, si precisa che i dati relativi alle attività a breve termine, alle passività a breve e a medio/lungo termine derivano dalla riclassificazione dello stato patrimoniale

Figura 4.28 – Sintesi dei dati di bilancio della società 4.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ricavi	+7.168.674	+11.623.161	+12.701.518	+11.688.686
Margine operativo lordo (Ebitda)	+134.552	+362.903	+182.180	-2.791.405
Reddito operativo (Ebit)	+101.634	+267.535	+41.332	-5.699.683
Utile (perdita) d'esercizio	+32.415	+135.153	-139.201	-6.622.640
Risultato prima delle imposte	+85.607	+238.297	-53.979	-6.622.640
Attività fisse	+36.113	+60.214	+807.896	+29.277
Patrimonio netto complessivo	+162.568	+297.224	+158.024	-6.464.614
Posizione finanziaria netta	/	-1.151.005	-1.193.343	-514.225
Posizione finanziaria netta a breve termine	/	-1.151.005	-1.193.343	-514.225
Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine	/	0	0	0
Attività a breve termine	+5.058.514	+10.077.507	+10.637.211	+6.103.275
Passività a breve termine	-4.874.289	-9.827.486	-11.084.253	-10.804.363
Capitale circolante netto	+184.225	+250.021	-447.042	-4.701.088
Passività a medio/lungo termine	-57.770	-13.011	-202.830	-1.792.803

Fonte: elaborazione personale.

Dalla tabella si nota un peggioramento continuo con una posizione finanziaria netta negativa (oltretutto tutta a breve termine) e un capitale circolante netto che da positivo passa a negativo; quindi, con una prospettiva in cui le attività a breve non

effettuata dalla società e contengono al loro interno anche i debiti a breve e medio/lungo termine verso le banche, considerati nel calcolo della posizione finanziaria netta.

sono sufficienti a coprire le passività a breve. Nel 2020, poi, anche il patrimonio netto è negativo.

Nella relazione sulla gestione relativa all'esercizio chiuso al 31/12/2019 si segnalano delle situazioni di stress finanziario dovute a ritardi ingiustificati nei pagamenti da parte di qualche committente maggiore.

Nella relazione sulla gestione relativa all'esercizio chiuso al 31/12/2020 si segnala che l'emergenza sanitaria causata dal Covid-19 ha danneggiato la gestione e il risultato economico della società, insieme ad altre e maggiori concause.

Nel corso del 2020 la società ha subito delle contestazioni che ne hanno deteriorato l'equilibrio economico e finanziario in modo irreversibile. Inoltre, la società è stata destinataria di un provvedimento del Tribunale che ha emesso un sequestro su alcuni beni e fondi bancari, a seguito di un procedimento penale fondato su una presunta evasione fiscale. Questo ha determinato il congelamento delle disponibilità liquide necessarie al pagamento degli impegni aziendali, la compromissione del credito presso il sistema bancario e la revoca degli affidamenti.

Sintomo di crisi è anche la dinamica dell'indebitamento con l'Erario: i debiti tributari passano da 992.857 euro nel 2018 a 2.240.076 euro nel 2020. Nell'ultimo trimestre del 2020 è peggiorata anche l'esposizione con i fornitori.

Come di consueto avviene, quando la crisi viene recepita anche dall'esterno inizia una reazione da parte dei creditori dell'impresa con iniziative giudiziarie di natura esecutiva e/o cautelare.

L'amministratore della società, come risposta al peggioramento della situazione, ha deciso di sciogliere una serie di contratti non più efficienti, ha ridotto il personale e il 23 febbraio del 2021 ha inoltrato istanza di concordato preventivo con riserva, essendo esclusa la continuità aziendale.

Di seguito si riportano gli indici di redditività della società 4¹⁴:

Figura 4.29 – Indici di redditività della società 4.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
ROE netto	+0,20*	+0,45	-0,88	-1,02
ROE lordo	+0,53*	+0,80	-0,34	-1,02
ROI	+0,02*	+0,03	-0,01*	-0,64*
ROS	+0,01*	+0,03*	-0,01*	-0,34*

Fonte: elaborazione personale.

Quello che si nota è che il ROE, il ROI e il ROS sono positivi solo negli esercizi del 2017 e del 2018 e dal 2019 diventano negativi per i motivi illustrati in precedenza. È evidente che in generale ci sia un peggioramento dei valori all'avvicinarsi del fallimento.

¹⁴ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

Gli indici di solidità patrimoniale sono di seguito riportati¹⁵:

Figura 4.30 – Indici di solidità patrimoniale della società 4.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Margine primario di struttura	+126.455*	+237.010	-649.872	-6.493.891
Quoziente primario di struttura	+4,50*	+4,94	+0,20	-220,81
Margine secondario di struttura	+184.225*	+250.021	-447.042	-4.701.088
Quoziente secondario di struttura	+6,10*	+5,15	+0,45	-159,57
Indebitamento	+30,34*	+33,11	+71,43	-1,95

Fonte: elaborazione personale.

Il quoziente primario di struttura superiore all'unità negli esercizi del 2017 e del 2018 mostra la capacità dell'azienda di finanziare l'attivo fisso ricorrendo ai soli mezzi propri. L'impresa perde questa capacità nel 2019 dove il valore dell'indice si riduce notevolmente, restando ancora positivo. L'indice diventa fortemente negativo nel 2020 a causa del patrimonio netto negativo in seguito alla perdita subita.

Il quoziente secondario di struttura positivo e superiore all'unità negli esercizi del 2017 e del 2018 dimostra che l'impresa finanzia l'attivo fisso con il solo ricorso delle fonti di finanziamento durevole, ossia patrimonio netto e passività consolidate. Anche in questo caso si vede che il valore assunto dall'indice si riduce

¹⁵ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

al di sotto dell'unità nel 2019, pur restando positivo. Nel 2020 diviene fortemente negativo a causa del patrimonio netto negativo.

L'indice di indebitamento mostra che l'impresa ha un'elevata incidenza del debito sui mezzi propri, in particolare, l'impresa si finanzia con il solo ricorso al debito a breve verso le banche. Negli anni l'impresa aumenta il ricorso all'indebitamento. Nel 2020 l'impresa riduce l'indebitamento e il patrimonio netto diventa negativo.

Gli indici di liquidità sono di seguito riportati¹⁶:

Figura 4.31 – Indici di liquidità della società 4.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Liquidità primaria	+0,08*	+0,03*	+0,05*	+0,01*
Liquidità secondaria	+0,75*	+0,74*	+0,69*	+0,50*

Fonte: elaborazione personale.

Gli indici di liquidità, in una situazione di equilibrio, dovrebbero assumere valori superiori all'unità per far sì che l'impresa sia in grado di far fronte ai debiti in scadenza nel breve periodo con le risorse liquide o liquidabili nel breve periodo. Per l'impresa oggetto di analisi è evidente la situazione di carenza di liquidità essendo i valori degli indici sempre inferiori all'unità e in riduzione all'avvicinarsi del fallimento.

¹⁶ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

4.1.5 Società 5

La società 5 ha la forma giuridica della società a responsabilità limitata ed opera nel settore della distribuzione, del commercio all'ingrosso e al dettaglio dell'importazione ed esportazione di articoli di abbigliamento ed accessori, inclusi prodotti di bigiotteria, calzature e articoli di profumeria. La data del fallimento presente nella banca dati risale al 5 novembre 2020, mentre la data dell'ultimo bilancio pubblicato risale al 31 marzo 2020. I bilanci analizzati si riferiscono ai tre anni che precedono il fallimento: il bilancio chiuso al 31/03/2020, al 31/03/2019 e al 31/03/2018 e, poiché i bilanci sono a stati comparati, si hanno a disposizione anche i dati relativi al bilancio chiuso al 31/03/2017.

Partendo dall'analisi del rendiconto finanziario, nella tabella sottostante si riportano i flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento risultanti dai bilanci della società relativi agli esercizi chiusi il 31/03/2017, il 31/03/2018, il 31/03/2019 e il 31/03/2020.

Figura 4.32 – Flussi finanziari della società 5.

	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ DI FINANZIAMENTO
31/03/2017	-869.894	-815.012	+12.700
31/03/2018	+4.362.823	-3.399.506	-12.700
31/03/2019	+1.685.902	-2.051.391	+200
31/03/2020	-1.503.397	-113.081	0

Fonte: elaborazione personale.

Nell'esercizio chiuso al 31/03/2017 il flusso finanziario dell'attività operativa ha segno negativo, ossia la gestione caratteristica assorbe risorse anziché generarle. Ciò è sostenibile in quanto la società è fortemente patrimonializzata e la sua posizione finanziaria netta è positiva.

Nel bilancio chiuso al 31/03/2018 il flusso finanziario dell'attività operativa è positivo e di ammontare sufficiente per sostenere gli investimenti, principalmente in immobilizzazioni immateriali di 2.367.815 euro e materiali di 800.966 euro. Inoltre, l'impresa, nell'attività di finanziamento, rimborsa il debito a breve verso le banche sorto nell'esercizio precedente.

Nel bilancio chiuso al 31/03/2019 l'attività operativa produce risorse, ma insufficienti a sostenere gli investimenti effettuati dall'impresa, soprattutto in immobilizzazioni materiali per 1.244.702 euro e immateriali per 838.646 euro. La posizione finanziaria netta positiva rende però la situazione meno problematica. La società, operando nella grande distribuzione, ha un ciclo monetario degli incassi più rapido rispetto a quello dei pagamenti. Il capitale circolante netto negativo è finanziato principalmente dalla posizione finanziaria netta positiva.

Nell'esercizio chiuso al 31/03/2020 il flusso finanziario dell'attività operativa è negativo. Nell'attività di investimento, nelle immobilizzazioni materiali l'impresa investe per 316.295 euro e disinveste per 33.100 euro ed effettua disinvestimenti di immobilizzazioni finanziarie per 170.114 euro. Il flusso finanziario dell'attività di finanziamento è pari a zero.

La circostanza che l'impresa presenta un'attività di finanziamento limitata si spiega con la seguente tabella che mostra il dettaglio delle disponibilità liquide:

Figura 4.33 – Dettaglio delle disponibilità liquide della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Depositi bancari e postali	+1.018.578	+1.872.443	+1.469.791	+128.092
Denaro e valori in cassa	+183.501	+280.253	+317.616	+42.837
Disponibilità liquide	+1.202.079	+2.152.696	+1.787.407	+170.929

Fonte: elaborazione personale.

Come è possibile notare, l'impresa ha a disposizione della liquidità che deriva soprattutto dal saldo dei conti correnti accesi presso delle banche. Questo le permette di limitare il ricorso al capitale di terzi. Inoltre, non avendo significativi debiti finanziari, la posizione finanziaria netta (riportata nella figura 4.35) corrisponde alle disponibilità liquide.

Di seguito verrà analizzata nel dettaglio la formazione del flusso finanziario dell'attività operativa per vedere se il valore del flusso è ottenuto a partire da un utile o da una perdita di esercizio e come gli elementi non monetari e le variazioni del circolante incidono sulla liquidità.

Figura 4.34 – Dettaglio della formazione del flusso finanziario dell'attività operativa della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Utile (perdita) dell'esercizio	-23.712	-225.412	+115.264	-33.259.118
Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	+452.492	+409.661	+381.965	-32.286.360
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+2.641.451	+2.310.155	+3.432.846	-9.469.157
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-115.196	+5.516.205	+2.415.676	-1.237.630
FLUSSO FINANZIARIO ATTIVITÀ OPERATIVA	-869.894	+4.362.823	+1.685.902	-1.503.397

Fonte: elaborazione personale.

Nell'esercizio chiuso al 31/03/2017 il flusso finanziario dell'attività operativa è determinato a partire da una perdita di esercizio di 23.712 euro. Dalla perdita si passa ad un utile di 452.492 euro andando a neutralizzare l'effetto delle imposte e degli interessi passivi. Gli elementi non monetari hanno complessivamente un impatto positivo di 2.188.959 euro, dato soprattutto dagli ammortamenti delle immobilizzazioni per 1.477.062 euro. Il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto è positivo per 2.641.451 euro. Il capitale circolante netto assorbe liquidità per 2.756.647 euro, soprattutto a causa di un decremento dei debiti verso fornitori di 2.697.795 euro. Questo rende il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto negativo. Dopo aver considerato le altre

rettifiche che assorbono risorse per 754.698 euro, date in particolare dall'utilizzo dei fondi, il flusso finanziario dell'attività operativa è negativo per 869.894 euro.

Nell'esercizio chiuso al 31/03/2018 il flusso finanziario dell'attività operativa è determinato a partire da una perdita di esercizio di 225.412 euro. Rispetto all'esercizio precedente non ci sono differenze nella determinazione del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto. Quello che si modifica rispetto all'esercizio precedente è l'impatto positivo del circolante per 3.206.050 euro, dato soprattutto da altri decrementi del capitale circolante netto per 3.255.576 euro, che permette al flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di essere positivo per 5.516.205 euro. Le altre rettifiche, in particolare l'utilizzo dei fondi, assorbendo liquidità per 1.153.382 euro, permettono al flusso finanziario dell'attività operativa di essere positivo per 4.362.823 euro.

Nell'esercizio chiuso al 31/03/2019 la società consegue un utile di esercizio pari a 115.264 euro che aumenta a 381.965 euro prima delle imposte e degli interessi passivi. Gli elementi non monetari generano una variazione positiva di 3.050.881 euro, data soprattutto dagli accantonamenti ai fondi per 1.145.598 euro e dagli ammortamenti delle immobilizzazioni per 1.850.957 euro. Il flusso finanziario prima delle variazioni del circolante è positivo per 3.432.846 euro. La variazione del capitale circolante netto, assorbendo liquidità per complessivi 1.017.170 euro, rende il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto positivo per 2.415.676 euro. Infine, le altre rettifiche, in particolare l'utilizzo dei fondi e le

imposte pagate, assorbendo liquidità per 729.774 euro, rendono il flusso finanziario dell'attività operativa positivo per 1.685.902 euro.

Nell'esercizio chiuso al 31/03/2020 il flusso finanziario dell'attività operativa viene calcolato a partire da una perdita di esercizio di 33.259.118 euro. L'ingente perdita rende negativi tutti i successivi flussi. Quello che si registra però è una rettifica per gli elementi non monetari positiva e pari a 22.790.203 euro data soprattutto da un accantonamento ai fondi, di oltre 18 milioni di euro, stanziato dall'impresa per coprire gli oneri da sostenere a seguito della chiusura dei punti vendita e della cessazione dell'attività. Il capitale circolante netto produce una variazione positiva di 8.258.527 euro data principalmente dall'incremento dei debiti verso fornitori per 6.364.001 euro e dal decremento delle rimanenze per 2.758.682 euro. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è negativo per 1.237.630 euro e, dopo aver considerato il pagamento degli interessi e delle imposte sul reddito, il flusso finanziario dell'attività operativa resta negativo e pari a 1.503.397 euro.

Prima di analizzare gli indici di flussi finanziari della società si specifica che nella relazione sulla gestione non viene determinata la posizione finanziaria netta necessaria per calcolare alcuni indici. La posizione finanziaria netta della società è stata quindi calcolata nel modo seguente:

Figura 4.35 – Posizione finanziaria netta della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Disponibilità liquide	1.202.079	2.152.696	1.787.407	170.929
Debiti verso banche (entro l'esercizio successivo)	12.700	0	200	0
Debiti finanziari a breve termine	12.700	0	200	0
Posizione finanziaria netta a breve termine	+1.189.379	+2.152.696	+1.787.207	+170.929
Debiti verso banche (oltre l'esercizio successivo)	0	0	0	0
Posizione finanziaria netta a medio e lungo termine	0	0	0	0
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	+1.189.379	+2.152.696	+1.787.207	+170.929

Fonte: elaborazione personale.

Come detto in precedenza, l'impresa non ricorre, se non in maniera irrilevante all'indebitamento bancario poiché ha a disposizione la liquidità nei conti correnti accesi presso delle banche. Da questo deriva che la posizione finanziaria netta assume segno positivo, cioè le disponibilità liquide superano le passività finanziarie.

Di seguito sono determinati e analizzati gli indici di flussi finanziari relativi alla società 5:

Figura 4.36 – Indici di flussi finanziari della società 5.

INDICI	FORMULA	31/03/2017		31/03/2018		31/03/2019		31/03/2020	
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+2.641.451	+0,06	+2.310.155	+0,06	+3.432.846	+0,09	-9.469.157	-0,31
	Ricavi di vendita	+45.217.333		+40.972.700		+37.999.828		+30.673.771	
Indice di monetizzazione delle vendite	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-115.196	-0,003	+5.516.205	+0,13	+2.415.676	+0,06	-1.237.630	-0,04
	Ricavi di vendita	+45.217.333		+40.972.700		+37.999.828		+30.673.771	
Indice di autofinanziamento	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+2.641.451	+5,84	+2.310.155	+5,59	+3.432.846	+8,81	-9.469.157	-0,29
	Reddito operativo	+452.629		+412.985		+389.498		-32.420.129	
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-115.196	-0,04	+5.516.205	+2,39	+2.415.676	+0,70	-1.237.630	-0,13
	Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	+2.641.451		+2.310.155		+3.432.846		-9.469.157	
Grado di liquidità del reddito operativo	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-115.196	-0,25	+5.516.205	+13,36	+2.415.676	+6,20	-1.237.630	-0,04
	Reddito operativo	+452.629		+412.985		+389.498		-32.420.129	
Indice di copertura dei finanziamenti (1)	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-115.196	/	+5.516.205	/	+2.415.676	/	-1.237.630	/
	Rimborso di debiti + Oneri finanziari	+1.188.882		+2.145.720		+1.770.352		+31.455	
Indice di copertura dei finanziamenti (2)	Posizione finanziaria netta	+1.189.379	/	+2.152.696	/	+1.787.207	/	+170.929	/
	Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-115.196		+5.516.205		+2.415.676		-1.237.630	

Fonte: elaborazione personale.

L'indice di potenziale monetizzazione delle vendite è influenzato solo dalla dinamica economica poiché al numeratore vi è un flusso potenziale di liquidità in autofinanziamento che non considera la dinamica del capitale circolante netto. Il valore assunto dall'indice è positivo negli esercizi chiusi al 31/03/2017, al 31/03/2018 e al 31/03/2019 e in aumento: i ricavi che potenzialmente possono trasformarsi in liquidità passano dal 6% al 9%. Nel bilancio chiuso al 31/03/2020 il

flusso finanziario negativo al numeratore rende di fatto la costruzione dell'indice priva di significato.

L'indice di monetizzazione delle vendite ha una rilevanza maggiore del precedente in quanto è influenzato sia dalla dinamica reddituale che finanziaria. L'indice assume valori positivi negli esercizi chiusi al 31/03/2018 e al 31/03/2019. Nell'esercizio chiuso al 31/03/2017 e al 31/03/2020 il flusso finanziario negativo al numeratore rende la costruzione dell'indice priva di significato.

L'indice di autofinanziamento assume segno positivo e superiore all'unità fino all'esercizio chiuso al 31/03/2019: il valore dell'indice aumenta nei tre esercizi. Nel bilancio chiuso al 31/03/2020 l'indice non ha significato in quanto sia il flusso finanziario al numeratore che il reddito operativo al denominatore sono negativi.

L'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento esprime la capacità dell'autofinanziamento di trasformarsi in liquidità e in una situazione di equilibrio il suo valore dovrebbe avvicinarsi all'unità o superarla. Nell'esercizio chiuso al 31/03/2017 il valore assunto dall'indice è negativo poiché il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto al numeratore è negativo: il capitale circolante netto assorbe liquidità. L'indice assume valore positivo nell'esercizio chiuso al 31/03/2018, dove supera l'unità, e al 31/03/2019. Nell'esercizio chiuso al 31/03/2020 l'indice non ha ragione di essere calcolato in quanto il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto al denominatore è negativo.

Il grado di liquidità del reddito operativo esprime la capacità dell'impresa di trasformare ricavi e costi operativi in entrate e uscite. L'indice assume un valore negativo nel bilancio chiuso al 31/03/2017 dove il capitale circolante netto comporta un'uscita monetaria. Negli esercizi chiusi al 31/03/2018 e al 31/03/2019 il valore assunto dall'indice è positivo e superiore all'unità: il reddito operativo si trasforma in liquidità. Nell'esercizio chiuso al 31/03/2020 l'indice non ha significato in quanto il reddito operativo al denominatore è negativo.

L'indice di copertura dei finanziamenti (1) esprime la capacità del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di coprire le quote in scadenza dei finanziamenti e gli oneri finanziari. L'indice non ha motivo di essere calcolato in quanto l'impresa non ha nulla da rimborsare.

L'indice di copertura dei finanziamenti (2) esprime il numero medio di anni necessario al flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto per far fronte alla posizione finanziaria netta, nel caso in cui sia destinato esclusivamente a questo scopo. Anche in questo caso, poiché la posizione finanziaria netta è positiva, l'indice non ha significato.

Si procede ora con l'analisi della situazione economica e patrimoniale della società. Di seguito si riporta una tabella contenente una sintesi dei dati di bilancio¹⁷ per meglio comprendere la situazione in cui versa l'impresa.

¹⁷ I dati sono ripresi dalla relazione sulla gestione della società da bilancio riclassificato dalla stessa. Si precisa che i dati relativi alle attività a breve termine, alle passività a breve e a medio/lungo

Figura 4.37 – Sintesi dei dati di bilancio della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Ricavi	+45.217.333	+40.972.700	+37.999.828	+30.673.771
Margine operativo lordo (Ebitda)	+2.100.369	+1.170.014	+2.689.110	-27.588.037
Reddito operativo (Ebit)	+452.629	+412.985	+389.498	-32.420.129
Utile (perdita) d'esercizio	-23.712	-225.412	+115.264	-33.259.118
Risultato prima delle imposte	+452.132	+406.009	+372.643	-32.559.603
Attività fisse	+3.706.073	+5.753.759	+5.899.867	+949.679
Patrimonio netto complessivo	+4.967.093	+4.741.683	+4.856.950	-28.402.169
Posizione finanziaria netta	+1.189.379	+2.152.696	+1.787.207	+170.929
Posizione finanziaria netta a breve termine	+1.189.379	+2.152.696	+1.787.207	+170.929
Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine	0	0	0	0
Attività a breve termine	+7.188.079	+7.649.145	+6.787.407	+1.838.837
Passività a breve termine	-5.245.461	-8.445.536	-7.031.515	-12.529.941
Capitale circolante netto	+1.942.618	-796.391	-244.108	-10.691.104
Passività a medio/lungo termine	-681.598	-215.685	-798.809	-18.660.743

Fonte: elaborazione personale.

Sino al 2019 l'azienda non presenta criticità finanziarie in quanto il capitale circolante netto negativo è coperto dalla posizione finanziaria netta positiva e, solo marginalmente, dall'eccedenza dell'attivo fisso rispetto alle fonti a medio/lungo

termine derivano dalla riclassificazione dello stato patrimoniale effettuata dalla società nella relazione sulla gestione e contengono al loro interno anche i debiti a breve e medio/lungo termine verso le banche, considerati anche nella determinazione della posizione finanziaria netta.

termine di proprietà e di terzi. Nel 2020 la rilevante perdita ha comportato un deficit patrimoniale e un capitale circolante netto fortemente negativo con una significativa riduzione della posizione finanziaria netta positiva, in valore insufficiente a coprire i fabbisogni per fronteggiare i debiti.

Nella relazione sulla gestione relativa all'esercizio chiuso al 31/03/2018 si segnalano una significativa contrazione dei consumi per delle condizioni meteo particolarmente sfavorevoli alla vendita, dei periodi di chiusura dei negozi per un rinnovo dell'immagine dell'insegna e la chiusura di cinque punti vendita.

Nella relazione sulla gestione relativa all'esercizio chiuso al 31/03/2019 si segnala una contrazione del volume d'affari nel primo trimestre dell'esercizio, a causa di condizioni meteo sfavorevoli, poi recuperato grazie a strategie sul prezzo, sugli sconti e sul *merchandising* dei negozi. Inoltre, sono stati chiusi ulteriori quattro punti vendita ed è proseguita la campagna di rinnovo dei punti vendita che ha prodotto un incremento del volume d'affari e nuovi clienti rispetto ai negozi non rinnovati.

Nella relazione sulla gestione relativa all'esercizio chiuso al 31/03/2020 si legge che il settore è stato penalizzato da un cambiamento del comportamento di acquisto dei clienti a cui si è aggiunta la pandemia da Covid-19 che ha portato alla chiusura definitiva dei negozi. La gestione ha subito un andamento negativo, tale da pregiudicare la continuità aziendale, principalmente a causa del cambiamento della strategia di acquisto della casa madre che non ha più supportato, nemmeno a

livello commerciale, l'impresa controllata. Questo ha comportato una inevitabile contrazione dei margini. Inoltre, sono stati chiusi ulteriori dodici punti vendita e il traffico nei negozi si è maggiormente ridotto.

Di seguito si riportano gli indici di redditività della società 5:

Figura 4.38 – Indici di redditività della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
ROE netto	-0,005	-0,05	+0,02	-1,17
ROE lordo	+0,09	+0,08	+0,08	-1,15
ROI	+0,05	-0,04	+0,06	-11,91
ROS	+0,01	-0,01	+0,02	-1,08

Fonte: elaborazione personale.

Il ROE netto è influenzato dall'impatto negativo delle imposte anticipate a carico dell'esercizio. Il ROE lordo, infatti, mantiene valori positivi fino all'esercizio chiuso al 31/03/2019.

Il ROI nel bilancio chiuso al 31/03/2018 assume un valore negativo rispetto all'esercizio precedente a causa della contrazione dei ricavi di vendita superiore a quella dei costi della produzione. Nel bilancio chiuso al 31/03/2019 il ROI torna ad essere positivo a seguito della riduzione dei costi della produzione superiore a quella dei ricavi di vendita.

Nel bilancio chiuso al 31/03/2020 i valori negativi conseguiti dall'impresa sono imputabili alla crescita dei costi per consumi, agli accantonamenti a fondi rischi e alla svalutazione delle immobilizzazioni.

Gli indici di solidità patrimoniale, come calcolati dalla società, sono di seguito riportati:

Figura 4.39 – Indici di solidità patrimoniale della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Margine primario di struttura	+1.261.020	-1.012.076	-1.042.917	-29.351.848
Quoziente primario di struttura	+1,34	+0,82	+0,82	-29,91
Margine secondario di struttura	+1.942.618	-796.391	-244.108	-10.691.105
Quoziente secondario di struttura	+1,52	+0,86	+0,96	-10,26
Indebitamento	+1,19	+1,83	+1,61	-1,10

Fonte: elaborazione personale.

Il quoziente primario di struttura superiore all'unità mostra la capacità dell'azienda di finanziare l'attivo fisso ricorrendo ai soli mezzi propri. Come si vede dalla tabella, l'impresa possiede questa capacità solamente nell'esercizio chiuso al 31/03/2017. Nei successivi esercizi il valore dell'indice si riduce, restando ancora positivo. L'indice diventa fortemente negativo nel bilancio chiuso al 31/03/2020 a causa del patrimonio netto negativo in seguito alla perdita subita.

Il quoziente secondario di struttura positivo e superiore all'unità dimostra che l'impresa finanzia l'attivo fisso con il solo ricorso alle fonti di finanziamento

durevole, ossia patrimonio netto e passività consolidate. Anche in questo caso, l'impresa possiede questa capacità solamente nell'esercizio chiuso al 31/03/2017. Nei successivi esercizi il valore dell'indice si riduce, restando ancora positivo. L'indice diventa fortemente negativo nel bilancio chiuso al 31/03/2020 per effetto del patrimonio netto negativo a causa della perdita subita.

L'indice di indebitamento mostra che l'impresa ha un'elevata incidenza del debito sui mezzi propri, in particolare, il passivo a breve che concorre al finanziamento degli investimenti è composto in prevalenza da debiti commerciali nei confronti del socio unico. L'indice diventa negativo nel bilancio chiuso al 31/03/2020 a causa del patrimonio netto negativo in seguito alla perdita subita.

Gli indici di liquidità sono di seguito riportati¹⁸:

Figura 4.40 – Indici di liquidità della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Liquidità primaria	+0,23*	+0,25*	+0,25*	+0,01*
Liquidità secondaria	+0,68	+0,47	+0,57	+0,15

Fonte: elaborazione personale.

Gli indici di liquidità, in una situazione di equilibrio, dovrebbero assumere valori superiori all'unità per far sì che l'impresa sia in grado di far fronte ai debiti in scadenza nel breve periodo con le risorse liquide o liquidabili nel breve periodo.

¹⁸ I valori contrassegnati con l'asterisco sono stati calcolati applicando le formule presenti nel capitolo 3 del presente lavoro ai dati della società.

Per l'impresa oggetto di analisi i valori assunti dagli indici sono inferiori all'unità in quanto le passività a breve, date soprattutto da debiti commerciali verso la società controllante, superano la somma delle liquidità immediate e differite. Tale situazione di mancato equilibrio, ad esclusione dell'esercizio 2020, è mitigata dalla posizione finanziaria netta positiva che riesce a coprire la maggior parte di tale esposizione.

4.2 ANALISI COMPARATIVA

Il rendiconto finanziario è il documento che permette di comprendere se la società, nell'esercizio di riferimento, ha generato o assorbito liquidità e le cause relative.

Per questo motivo il rendiconto finanziario, dal punto di vista teorico, dovrebbe rappresentare lo strumento ideale per prevedere l'insorgenza della crisi e del fallimento poiché, come visto nel capitolo 1, l'impresa evita il fallimento nel momento in cui con i flussi di cassa riesce a far fronte a tutte le obbligazioni in essere.

In primo luogo, ciò che emerge dall'analisi del rendiconto finanziario delle aziende, in accordo a quanto detto nel capitolo 2, è che non è sufficiente che nel complesso l'azienda produca liquidità per evitare stati di insolvenza, ma questa deve essere generata dall'attività operativa.

Le aziende possono presentare il flusso finanziario dell'attività di investimento positivo, ossia i disinvestimenti effettuati nell'esercizio superano gli investimenti

realizzati. Questo può provocare una perdita di efficienza tecnico-industriale se vengono dismesse immobilizzazioni materiali e immateriali strategiche, se non si effettuano investimenti di sostituzione di immobilizzazioni obsolete e/o non funzionanti e non si effettuano investimenti di crescita. In questi casi la liquidità viene prodotta compromettendo fortemente la possibilità dell'impresa di svilupparsi, di essere competitiva e in alcuni casi di operare, andando di fatto ad accentuare lo stato di crisi in cui l'impresa si trova o a cui sta andando in contro. La liquidità può essere prodotta dall'attività di finanziamento: le aziende aumentano il loro indebitamento a breve o a medio/lungo termine o richiedono risorse ai soci (questa seconda alternativa provoca minore criticità sull'equilibrio finanziario in quanto non vincolata a scadenze di restituzione). Anche in questo caso nell'immediato entra nuova liquidità in azienda, ma i debiti verso terzi dovranno, alle scadenze pattuite, essere restituiti con gli interessi maturati. Queste sono situazioni in cui l'azienda può generare liquidità, ma sono entrambe situazioni che non possono essere valutate in modo positivo se utilizzate in maniera principale e ricorrente, in quanto in un'azienda sana le risorse devono prevalentemente derivare dall'attività operativa.

Inoltre, il segno assunto dal flusso finanziario dell'attività di investimento dà unicamente un'informazione relativa a una variazione, essendo appunto un flusso: se il segno è positivo significa che nell'esercizio i disinvestimenti superano gli investimenti, al contrario, se il segno è negativo, significa che nell'esercizio gli

investimenti superano i disinvestimenti. Manca l'informazione relativa alla consistenza totale delle singole voci che compongono il flusso: dal rendiconto finanziario si vede, ad esempio, che le immobilizzazioni materiali hanno subito un incremento nel corso dell'esercizio senza sapere qual è il valore complessivo delle immobilizzazioni materiali dell'impresa e la coerenza rispetto alla natura delle fonti che le finanziano. Le stesse considerazioni valgono per il flusso finanziario dell'attività di finanziamento: se assume segno positivo significa che nell'esercizio l'impresa incrementa il suo indebitamento, se, al contrario, assume segno negativo, nell'esercizio l'impresa diminuisce il suo indebitamento. Anche in questo caso dalla sola lettura del rendiconto finanziario non è possibile sapere qual è l'ammontare complessivo dei debiti dell'impresa. L'informazione relativa alla consistenza delle varie voci è contenuta nello stato patrimoniale che quindi diventa un documento fondamentale da abbinare alla lettura del rendiconto finanziario.

La liquidità, in un'azienda sana, deve essere prodotta prevalentemente e in modo ricorrente dall'attività operativa. Dall'analisi delle imprese è però emerso che neanche la circostanza in cui il flusso finanziario dell'attività operativa sia positivo, da sola è sufficiente all'azienda per evitare la crisi e il fallimento, come si illustra di seguito.

Figura 4.41 – Segno assunto dai flussi finanziari delle società nei due esercizi precedenti il fallimento.

Ultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario dell'attività operativa	-	+	-	+	-
Flusso finanziario dell'attività di investimento	+	-	+	+	-
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento	+	-	-	-	0

Penultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario dell'attività operativa	+	+	+	+	+
Flusso finanziario dell'attività di investimento	-	-	-	-	-
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento	-	-	-	+	+

Fonte: elaborazione personale.

Come visto nel capitolo 2¹⁹, il segno assunto dai flussi finanziari dà delle informazioni riguardo lo stato di salute dell'azienda: nel caso di aziende fallite ci si aspetta che il flusso finanziario dell'attività operativa sia di segno negativo almeno nell'esercizio che precede il fallimento. Nella realtà, invece, non si osserva un comportamento comune a tutte e cinque le imprese: solo 3 aziende su 5 presentano il flusso finanziario dell'attività operativa di segno negativo nell'esercizio che precede il fallimento. Quello che colpisce ancora di più è che tutte le aziende presentano il flusso finanziario dell'attività operativa di segno positivo nel penultimo esercizio prima del fallimento, dove la crisi era già in atto. Questo

¹⁹ Si veda il capitolo 2, paragrafo 2.5 "Interpretazione", sottoparagrafo 2.5.1 "Analisi dei segni dei flussi finanziari delle tre attività".

suggerisce che il segno assunto dal flusso finanziario dell'attività operativa non sia significativo per accertare lo stato di crisi delle imprese. Infatti, la società 2 e la società 4, pur presentando il flusso finanziario dell'attività operativa di segno positivo nei due esercizi analizzati, sono fallite.

Alle stesse conclusioni si giunge osservando il segno assunto nell'insieme dai tre flussi: il fatto che il flusso finanziario dell'attività operativa sia positivo e i flussi finanziari dell'attività di investimento e di finanziamento siano negativi si associa, secondo quanto detto nel capitolo 2, ad un giudizio positivo sullo stato di salute dell'impresa che utilizza le risorse generate dalla gestione operativa per effettuare nuovi investimenti e rimborsare i finanziamenti. Nel penultimo esercizio prima del fallimento 3 aziende su 5 si trovano in questa situazione e anche per la società 4 e la società 5, che presentano il flusso finanziario dell'attività di finanziamento positivo, il giudizio non è negativo in quanto i finanziamenti ottenuti fanno presumere uno sviluppo futuro dell'impresa. Da questo si conclude che dall'osservazione del segno assunto dai flussi finanziari delle varie attività (operativa, di investimento e di finanziamento) non sembra possibile dedurre lo stato di crisi delle società nel penultimo esercizio prima del fallimento, poiché, al contrario, la situazione che emerge è positiva in tutte le società nonostante la crisi sia già in atto.

Diversamente, nell'ultimo esercizio prima del fallimento si nota grande eterogeneità nel segno assunto dai flussi finanziari delle società. Quello che

colpisce è il comportamento della società 2 che è l'unica società a mantenere la stessa combinazione dei segni assunti dai flussi dell'anno precedente e tipica di un'azienda sana. Al contrario, la società 1 è l'unica in cui tutti flussi cambiano di segno rispetto all'esercizio precedente. Da società in crisi e prossime al fallimento ci si aspetta un comportamento simile a quello della società 3, per la quale risulta evidente il cambiamento rispetto all'esercizio precedente, dove i segni assunti dai flussi finanziari sono espressione di gravi problemi di natura economica e finanziaria, poiché l'attività di finanziamento assorbe risorse che non vengono però generate dall'attività operativa (che a sua volta le assorbe), ma dall'attività di investimento. Questa eterogeneità suggerisce che dall'analisi del segno assunto dai flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento non sembra possibile dedurre lo stato di crisi per tutte le imprese.

Di seguito si riportano i flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento in valore assoluto e la loro somma algebrica.

Figura 4.42 – Flussi finanziari delle società in valore assoluto nei due esercizi precedenti il fallimento.

Ultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	-1.145.015	+510.442	-10.604.535	+660.657	-1.503.397
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	+611.447	-20.644	+53.749	+18.459	-113.081
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	+475.894	-534.290	-74.771	-1.185.342	0
A ± B ± C	-57.674	-44.492	-10.625.557	-506.226	-1.616.478

Penultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	+244.129	+402.843	+1.968.436	+726.463	+1.685.902
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	-44.397	-64.955	-960.160	-768.802	-2.051.391
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	-288.823	-261.680	-1.058.876	+343.381	+200
A ± B ± C	-89.091	+76.208	-50.600	+301.042	-365.289

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi dei valori assoluti assunti dai flussi finanziari delle società emerge che nell'ultimo esercizio prima del fallimento, nella società 2 e nella società 4, nonostante il flusso finanziario dell'attività operativa sia di segno positivo, non risulta di ammontare sufficiente a sostenere gli esborsi che derivano dall'attività di investimento e/o di finanziamento.

Inoltre, dalla tabella risulta evidente che in tutte le società si registra un decremento delle disponibilità liquide nell'esercizio che precede il fallimento, essendo la somma algebrica dei tre flussi negativa. Questo aspetto potrebbe rappresentare un elemento comune alle società nell'ultimo esercizio prima del fallimento.

Nel penultimo esercizio prima del fallimento non si riscontrano comportamenti omogenei tra le imprese analizzate. La società 2 è l'unica ad avere il flusso finanziario dell'attività operativa di entità sufficiente per sostenere gli esborsi che derivano dall'attività di investimento e di finanziamento e complessivamente si registra nella stessa un incremento delle disponibilità liquide. Nella società 4, al contrario, il flusso finanziario dell'attività operativa non è di entità sufficiente per sostenere l'attività di investimento ed è integrato dalle risorse che derivano dall'attività di finanziamento perciò, complessivamente, la società registra un incremento delle disponibilità liquide nell'esercizio.

Inoltre, per le società che nell'ultimo esercizio prima del fallimento presentano il flusso finanziario dell'attività operativa negativo si nota che questo è, in valore assoluto, di entità elevata, essendo generato da una perdita di esercizio insostenibile.

Si procede ora con l'analisi dell'incidenza dei flussi finanziari sul totale dell'attivo dello stato patrimoniale delle società.

Figura 4.43 – Incidenza dei flussi finanziari sul totale dell'attivo dello stato patrimoniale nei due esercizi precedenti il fallimento.

Ultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario dell'attività operativa / totale attivo	-12%	+14,2%	-210,6%	+10,8%	-54%
Flusso finanziario dell'attività di investimento / totale attivo	+6,4%	-0,6%	+1,1%	+0,3%	-4,1%
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento / totale attivo	+5%	-14,9%	-1,5%	-19,3%	0

Penultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario dell'attività operativa / totale attivo	+2%	+4,9%	+12,1%	+6,3%	+13,3%
Flusso finanziario dell'attività di investimento / totale attivo	-0,4%	-0,8%	-5,9%	-6,7%	-16,2%
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento / totale attivo	-2,3%	-3,2%	-6,5%	+3%	+0,002%

Fonte: elaborazione personale.

Nell'ultimo esercizio prima del fallimento non si riscontra un comportamento omogeneo tra le aziende analizzate. Il flusso finanziario dell'attività operativa in 3 società su 5 ha un'incidenza negativa e, inoltre, non si rileva omogeneità tra le percentuali di incidenza delle varie aziende che sono molto diverse tra loro. Anche analizzando le incidenze degli altri flussi non si rilevano dei comportamenti comuni tra le imprese studiate. Questo suggerisce che analizzare l'incidenza che i flussi del rendiconto finanziario hanno sul totale dell'attivo può non essere significativo per dedurre lo stato di crisi.

Come visto in precedenza, è importante andare ad esaminare nel dettaglio la formazione del flusso finanziario dell'attività operativa per comprendere dove effettivamente si crea la liquidità. Analizzando la composizione del flusso

finanziario dell'attività operativa, sono due i flussi principali su cui porre l'attenzione: il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto e il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto.

Il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto si ottiene a partire dal risultato dell'esercizio depurato degli interessi, delle imposte e dei dividendi (ossia l'EBIT) a cui vanno aggiunti i costi non monetari, che, come costo, hanno determinato un impatto negativo a conto economico a cui però non corrisponde un'uscita monetaria, quali ammortamenti, accantonamenti ai fondi e svalutazioni. In questa analisi il dato non è espresso per flussi, ossia per differenza tra due grandezze, ma è in valore assoluto, rilevato dal conto economico dell'esercizio ed approssimabile all'EBITDA. Il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto dà quindi l'informazione sul valore dell'autofinanziamento generato nell'esercizio e rappresenta il risultato economico realmente conseguito dall'impresa nell'attività ricorrente.

Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto si ottiene a partire dal flusso finanziario su indicato, al quale va aggiunta la variazione del capitale circolante netto, ottenuta per differenza tra specifiche voci di due stati patrimoniali consecutivi (rimanenze, crediti verso clienti, debiti verso fornitori, ratei e risconti attivi e passivi e altre). Il dato che si ottiene da questa analisi è espresso per flussi e non in valore assoluto.

La tabella seguente mostra il segno assunto da questi due flussi nelle aziende analizzate nei due esercizi che precedono il fallimento.

Figura 4.44 – Segno assunto dal flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto e dal flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto nei due esercizi precedenti il fallimento.

Ultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	-	-	-	-	-
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	-	+	-	-	-

Penultimo esercizio prima del fallimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	-	-	+	+	+
Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	+	+	+	+	+

Fonte: elaborazione personale.

Il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto, in un'azienda sana, dovrebbe essere positivo. In tutte le aziende analizzate questo flusso è di segno negativo nel rendiconto finanziario dell'ultimo bilancio pubblicato prima del fallimento. Questo comportamento omogeneo tra le imprese analizzate suggerisce che il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto potrebbe essere una grandezza significativa per rilevare lo stato di crisi delle imprese.

Solamente nella società 1 e nella società 2 il flusso assume segno negativo anche nel penultimo esercizio prima del fallimento. Questo aspetto sembra confermare quanto detto in precedenza rispetto alla significatività del segno assunto

dai flussi delle varie attività nell'accertamento dello stato di crisi: secondo l'analisi svolta in precedenza, la società 2 è riconducibile ad una società sana, ma la figura 4.44 mostra che l'impresa nei due esercizi che precedono il fallimento non genera reddito dalla gestione operativa.

Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto assume segno positivo nel penultimo esercizio prima del fallimento in tutte le società analizzate. Nell'esercizio che precede il fallimento, invece, non si riscontra un comportamento omogeneo poiché la società 2 è l'unica tra le cinque società ad avere il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto di segno positivo, mentre per tutte le altre società questo è di segno negativo.

Il flusso finanziario dopo la variazione del capitale circolante netto è rilevante non tanto per il segno assunto, ma per comprendere la dinamica del circolante. Infatti, la liquidità può essere generata o assorbita dal capitale circolante netto. In generale, il capitale circolante netto genera liquidità quando le rimanenze e i crediti verso clienti diminuiscono e/o i debiti verso fornitori aumentano. Questa situazione è sostenibile solo nel breve periodo e dove il capitale circolante netto continua ad essere positivo, poiché nel momento in cui, per più esercizi, si riducono i crediti e le rimanenze e i debiti aumentano si arriverà al punto in cui il capitale circolante netto diventa negativo e l'impresa presenta una situazione di difficoltà, in quanto liquidando le attività a breve non sarà in grado di coprire le passività della stessa natura, salvo il caso in cui la riduzione del capitale circolante netto si sia convertita

in una maggiore disponibilità monetaria e quindi in un miglioramento della posizione finanziaria netta, in modo da non peggiorare la situazione debitoria complessiva.

Nelle aziende analizzate è stato riscontrato che alla riduzione del circolante non è corrisposta una pari riduzione della posizione finanziaria netta, ma la riduzione del circolante è stata assorbita dalle perdite di esercizio, come si dimostra di seguito²⁰.

Significativo è il caso della società 1 che presenta il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo nei tre esercizi che precedono il fallimento e genera la liquidità grazie alle variazioni del capitale circolante netto.

²⁰ I valori esposti nelle tabelle successivamente riportate riflettono una classificazione finanziaria del bilancio, per cui dalle attività fisse e dal capitale circolante netto sono state escluse, dove presenti, le partite finanziarie considerate nel calcolo della posizione finanziaria netta. In questo modo si riprende la composizione del capitale circolante netto, come espressa nel rendiconto finanziario, dove le banche e la cassa sono escluse dalla determinazione della variazione dello stesso.

Figura 4.45 – Dati riassuntivi della società 1.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Attività fisse	4.387.158	4.439.339	5.341.466	3.935.156
Capitale circolante netto	4.224.381	1.421.325	-2.534.667	-7.947.886
ATTIVO	8.611.539	5.860.664	2.806.799	-4.012.730
Patrimonio netto	1.960.392	1.456.198	-1.040.197	-8.544.449
Passività a medio/lungo termine	1.777.899	1.152.826	795.088	946.242
Posizione finanziaria netta	4.873.248	3.251.640	3.051.908	3.585.477
PASSIVO	8.611.539	5.860.664	2.806.799	-4.012.730

Fonte: elaborazione personale.

Dal 2019 al 2021 il capitale circolante netto si è ridotto di 9.369.211 euro e da positivo è diventato negativo. La posizione finanziaria netta nello stesso periodo è aumentata di 333.837 euro. La riduzione del capitale circolante netto è andata coprire le perdite di esercizio. Il patrimonio netto dal 2019 al 2021 si è ridotto, a causa delle perdite di esercizio, di 10.000.647 euro diventando negativo. L'attivo fisso è rimasto pressoché invariato nel periodo come pure le passività a medio/lungo termine.

La società 2 presenta il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo nei due esercizi che precedono il fallimento ed in questi la liquidità è generata grazie alle variazioni del capitale circolante netto.

Figura 4.46 – Dati riassuntivi della società 2.

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Attività fisse	3.086.792	2.946.710	2.551.354	2.268.314
Capitale circolante netto	2.277.463	3.084.245	2.498.298	-2.219.079
ATTIVO	5.364.255	6.030.955	5.049.652	49.235
Patrimonio netto	1.188.830	1.236.133	670.328	-4.088.021
Passività a medio/lungo termine	560.988	476.225	398.614	646.341
Posizione finanziaria netta	3.614.437	4.318.597	3.980.710	3.490.915
PASSIVO	5.364.255	6.030.955	5.049.652	49.235

Fonte: elaborazione personale.

Dal 2018 al 2020 il capitale circolante netto si è ridotto di 5.303.324 euro e da positivo è diventato negativo. La posizione finanziaria netta nello stesso periodo si è ridotta di 827.682 euro e le passività a medio/lungo termine sono aumentate di 170.116 euro. La riduzione del capitale circolante netto (e delle attività fisse) è andata a coprire le perdite di esercizio. Il patrimonio netto dal 2018 al 2020 si è ridotto, a causa delle perdite di esercizio, di 5.324.154 euro diventando negativo.

La società 3 presenta il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo nell'esercizio che precede il fallimento. Il capitale circolante netto genera liquidità nei due esercizi che precedono il fallimento²¹.

²¹ Per conciliazione con la figura 4.20 vedere commento nella stessa.

Figura 4.47 – Dati riassuntivi della società 3.

	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021
Attività fisse	214.465	209.891	1.198.298	1.117.735
Capitale circolante netto	6.537.358	6.242.300	4.985.035	-12.541.030
ATTIVO	6.751.823	6.452.191	6.183.333	-11.423.295
Patrimonio netto	1.828.059	1.957.603	2.227.399	-15.224.862
Passività a medio/lungo termine	954.691	1.081.204	1.035.346	1.032.560
Posizione finanziaria netta	3.969.073	3.413.384	2.920.588	2.769.007
PASSIVO	6.751.823	6.452.191	6.183.333	-11.423.295

Fonte: elaborazione personale.

Dall'esercizio chiuso al 31/01/2019 all'esercizio chiuso il 31/01/2021 il capitale circolante netto si è ridotto di 18.783.330 euro e da positivo è diventato negativo. La posizione finanziaria netta nello stesso periodo si è ridotta di 644.377 euro. La riduzione del capitale circolante netto è andata a coprire le perdite di esercizio e, in misura non rilevante, i nuovi investimenti. Il patrimonio netto nello stesso periodo si è ridotto, a causa delle perdite di esercizio, di 17.182.465 euro diventando negativo.

La società 4 presenta il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo nell'esercizio che precede il fallimento. Il capitale circolante netto genera liquidità nei due esercizi che precedono il fallimento²².

²² Per conciliazione con la figura 4.28 vedere commento nella stessa.

Figura 4.48 – Dati riassuntivi della società 4.

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Attività fisse	60.214	807.896	29.277
Capitale circolante netto	1.401.026	746.301	-4.186.863
ATTIVO	1.461.240	1.554.197	-4.157.586
Patrimonio netto	297.224	158.024	-6.464.614
Passività a medio/lungo termine	13.011	202.830	1.792.803
Posizione finanziaria netta	1.151.005	1.193.343	514.225
PASSIVO	1.461.240	1.554.197	-4.157.586

Fonte: elaborazione personale.

Dal 2018 al 2020 il capitale circolante netto si è ridotto di 5.587.889 euro e da positivo è diventato negativo. La posizione finanziaria netta nello stesso periodo si è ridotta di 636.780 euro e le passività a medio/lungo termine sono aumentate di 1.779.792 euro. La riduzione del capitale circolante netto (come l'aumento dell'indebitamento a medio/lungo termine) è andata a coprire le perdite di esercizio. Il patrimonio netto dal 2018 al 2020 si è ridotto, a causa delle perdite di esercizio, di 6.761.838 euro diventando negativo.

La società 5 presenta il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto negativo nell'esercizio che precede il fallimento. Il capitale circolante netto genera liquidità nell'esercizio che precede il fallimento²³.

²³ Per conciliazione con la figura 4.37 vedere commento nella stessa.

Figura 4.49 – Dati riassuntivi della società 5.

	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020
Attività fisse	3.706.073	5.753.759	5.899.867	949.679
Capitale circolante netto	753.239	-2.949.087	-2.031.315	-10.862.034
ATTIVO	4.459.312	2.804.672	3.868.552	-9.912.355
Patrimonio netto	4.967.093	4.741.683	4.856.950	-28.402.169
Passività a medio/lungo termine	681.598	215.685	798.809	18.660.743
Posizione finanziaria netta	+1.189.379	+2.152.696	+1.787.207	+170.929
PASSIVO	4.459.312	2.804.672	3.868.552	-9.912.355

Fonte: elaborazione personale.

Dall'esercizio chiuso al 31/03/2018 all'esercizio chiuso al 31/03/2020 il capitale circolante netto è diventato maggiormente negativo per 7.912.947 euro. La posizione finanziaria netta nello stesso periodo è peggiorata di 1.981.767 euro restando comunque positiva. Le passività a medio/lungo termine sono aumentate di 18.445.058 euro. La riduzione del capitale circolante netto è andata a coprire le perdite di esercizio. Il patrimonio netto nello stesso periodo si è ridotto, a causa delle perdite di esercizio, di 33.143.852 euro diventando negativo.

Da questi esempi si comprende ulteriormente come il rendiconto finanziario è un documento che da solo non permette di analizzare in maniera completa lo stato di salute delle imprese e deve necessariamente essere integrato almeno dallo stato patrimoniale, possibilmente riclassificato, ma in generale dall'intero bilancio di

esercizio. Quanto detto vale in modo particolare se si vuole conoscere l'indebitamento attuale e futuro dell'impresa: la liquidità prodotta dall'impresa, in parte, deve essere utilizzata per onorare i debiti in scadenza e futuri. Nello stato patrimoniale, nella macroclasse D del passivo, si trovano i debiti dell'impresa, suddivisi a seconda della natura e della esigibilità (entro/oltre l'esercizio), informazione che, al contrario, manca nel rendiconto finanziario.

Questo aspetto permette di fare un'ulteriore considerazione. Il bilancio di esercizio è redatto a consuntivo, ossia i documenti che lo compongono contengono dei dati che mostrano una condizione ormai passata nel momento in cui sono redatti. Dalla lettura del rendiconto finanziario, elaborato su tali bilanci, si vede come la società, nell'esercizio appena concluso, ha prodotto/utilizzato le risorse monetarie e in quale quantità, ma non è possibile effettuare una valutazione di prospettiva. Quindi per valutare la direzione in cui sta andando l'azienda e se riuscirà a far fronte ai propri impegni, sarà necessario esaminare oltre ai documenti consuntivi degli ultimi esercizi (bilancio completo nei suoi documenti) anche i *business plan*²⁴ dei prossimi tre/cinque anni. La determinazione dei flussi finanziari generati dai *business plan*, calati nella situazione economica, finanziaria e patrimoniale espressa dall'ultimo bilancio di esercizio, permette di valutare se la società, con le risorse

²⁴ Per approfondimenti sul *business plan* si vedano, per esempio, C. PAROLINI, *Business planning: dall'idea al progetto imprenditoriale*, Pearson Italia, Milano-Torino, 2020 e A. FERRANDINA, *Business plan: casi pratici*, Wolters Kluwer, Milano, 2023.

generate con la propria attività, riesce ad onorare le proprie obbligazioni, ed eventualmente, in caso contrario, di ricorrere a adeguati e tempestivi interventi correttivi. Inoltre, poiché si prendono a riferimento dei dati previsionali, l'incertezza è insita nel dato stesso e quindi è necessario consuntivare con bilanci infrannuali l'andamento gestionale e dall'analisi degli scostamenti occorre prendere tempestivamente le opportune decisioni e le conseguenti azioni al fine di ridurre, quanto più possibile, gli effetti degli eventi che influiscono negativamente sulla realizzazione di quanto programmato.

Si procede ora con l'analisi dei valori assunti dagli indici di flussi delle cinque società per verificare la presenza di comportamenti comuni tra le imprese.

Figura 4.50 – Valori assunti dagli indici di flussi nei due esercizi precedenti il fallimento.

Ultimo esercizio prima del fallimento	Valore di riferimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	> 0	-0,57	-1,07	-2,23	-0,39	-0,31
Indice di monetizzazione delle vendite	> 0	-0,07	+0,17	-1,37	-0,06	-0,04
Indice di autofinanziamento	> 1	-0,78	-0,81	-0,97	-0,80	-0,29
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	≥ 1	-0,12	-0,16	-0,62	-0,14	-0,13
Grado di liquidità del reddito operativo	> 0	-0,10	-0,13	-0,60	-0,11	-0,04
Indice di copertura dei finanziamenti	> 1	-0,40	+3,67	-8,36	-0,95	/

Penultimo esercizio prima del fallimento	Valore di riferimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	> 0	-0,33	-0,003	+0,06	+0,02	+0,09
Indice di monetizzazione delle vendite	> 0	+0,04	+0,05	+0,13	+0,06	+0,06
Indice di autofinanziamento	> 1	-0,93	-0,07	+1,62	+7,01	+8,81
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	≥ 1	-0,12	-15,10	+2,24	+2,82	+0,70
Grado di liquidità del reddito operativo	> 0	-0,12	-1,08	+3,63	+19,80	+6,20
Indice di copertura dei finanziamenti	> 1	+0,29	+0,27	+9,40	+0,63	/

Fonte: elaborazione personale.

Nell'ultimo esercizio prima del fallimento è evidente la situazione di crisi in cui si trovano le imprese essendo che, ad eccezione della società 2 che presenta due indici di valore superiore al valore di riferimento, le società presentano gli indici al di sotto dei valori di riferimento.

Osservando la tabella che si riferisce all'ultimo esercizio prima del fallimento si nota che tutte le società analizzate presentano l'indice di potenziale monetizzazione delle vendite, l'indice di autofinanziamento, l'indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento e il grado di liquidità del reddito operativo al di sotto del valore di riferimento. Questo aspetto potrebbe confermare

le considerazioni fatte in precedenza sul segno assunto dal flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto che, essendo di segno negativo in tutte le imprese nell'esercizio che precede il fallimento, rende di conseguenza negativi gli indici costruiti con lo stesso. Inoltre, nell'esercizio che precede il fallimento le società presentano tutte un reddito operativo negativo, a causa della perdita di esercizio conseguita, che rende negativo il grado di liquidità del reddito operativo.

Nel penultimo esercizio prima del fallimento non si riscontra un comportamento comune per quanto riguarda il valore assunto dagli indici, ad eccezione dell'indice di monetizzazione delle vendite che risulta essere superiore al valore di riferimento per le cinque società analizzate. Questo sembra confermare le considerazioni fatte in precedenza sul segno assunto dal flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto, che essendo di segno positivo in tutte le imprese nel penultimo esercizio prima del fallimento, rende l'indice di valore positivo.

Un ulteriore aspetto da analizzare in questa sede riguarda la significatività degli indici generati a partire dai dati contenuti nel rendiconto finanziario. Il rendiconto finanziario, come detto in precedenza, prende in considerazione delle grandezze calcolate come differenza tra due situazioni di bilancio successive (flussi) e gli indici elaborati su tali flussi possono essere meno significativi rispetto a quelli determinati dallo stato patrimoniale. Infatti, il flusso monetario pur essendo positivo, può essere determinato dalla variazione di due valori negativi, ma in

peggioramento o un flusso monetario negativo può derivare dalla variazione di due valori positivi, ma in miglioramento. Per questo motivo gli indici determinati dallo stato patrimoniale e dal conto economico, essendo su valori assoluti, possono dare maggiori indicazioni sulla situazione di equilibrio tra le varie grandezze.

In ogni caso, gli indici calcolati sul bilancio danno evidenza di una situazione ormai passata, essendo calcolati su dati consuntivi, che potrebbe non ripetersi allo stesso modo negli esercizi successivi e, nel momento in cui gli indici segnalano una situazione di crisi, questa nella realtà è ben più grave perché già iniziata da diverso tempo. Infatti, come visto nel capitolo 1, i valori di bilancio sono spesso sintomi intermedi e finali e solo raramente sintomi primari di crisi, “pertanto, nel momento in cui dall’interpretazione dei valori di bilancio emerge in maniera palese il sintomo di una crisi, le relative cause generatrici potrebbero in realtà già trovarsi in una situazione degenerativa difficilmente sanabile”²⁵.

Dall’analisi fatta sulle cinque società risulta che dagli indici ricavati dallo stato patrimoniale e dal conto economico sembra emergere con più chiarezza e tempestività la tendenza negativa dell’andamento della gestione rispetto all’analisi per flussi, come di seguito si illustra.

²⁵ A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire la crisi d’impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 45.

Figura 4.51 – Confronto tra gli indici di flussi e gli indici di stato patrimoniale e di conto economico nell'ultimo esercizio precedente il fallimento.

Ultimo esercizio prima del fallimento	Valore di riferimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	> 0	-0,57	-1,07	-2,23	-0,39	-0,31
Indice di monetizzazione delle vendite	> 0	-0,07	+0,17	-1,37	-0,06	-0,04
Indice di autofinanziamento	> 1	-0,78	-0,81	-0,97	-0,80	-0,29
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	≥ 1	-0,12	-0,16	-0,62	-0,14	-0,13
Grado di liquidità del reddito operativo	> 0	-0,10	-0,13	-0,60	-0,11	-0,04
Indice di copertura dei finanziamenti	> 1	-0,40	+3,67	-8,36	-0,95	/

Ultimo esercizio prima del fallimento	Valore di riferimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
ROE	> 0	-0,88	-1,16	-1,15	-1,02	-1,17
ROI	> 0	-1,55	-47,70	-3,51	-0,64	-11,91
ROS	> 0	-0,73	-1,32	-2,29	-0,34	-1,08
Quoziente primario di struttura	> 1	-2,17	-1,81	-11,49	-220,81	-29,91
Quoziente secondario di struttura	> 1	-1,41	-0,02	-8,77	-159,57	-10,26
Indebitamento	≤ 1	-2,02	-0,87	-1,32	-1,95	-1,10
Liquidità primaria	> 1	+0,37	+0,36	+0,01	+0,01	+0,01
Liquidità secondaria	> 1	+0,37	+0,36	+0,14	+0,50	+0,15

Fonte: elaborazione personale.

È evidente che nell'ultimo esercizio prima del fallimento sia gli indici di flussi, sia gli indici di stato patrimoniale e di conto economico evidenziano una situazione di crisi che, con riferimento alla società 2, risulta maggiormente evidente con gli indici di stato patrimoniale e di conto economico.

La maggiore tempestività risulta più evidente dal confronto tra gli indici di flussi e gli indici di stato patrimoniale e di conto economico nel penultimo esercizio prima del fallimento, di seguito riportato.

Figura 4.52 - Confronto tra gli indici di flussi e gli indici di stato patrimoniale e di conto economico nel penultimo esercizio precedente il fallimento.

Penultimo esercizio prima del fallimento	Valore di riferimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
Indice di potenziale monetizzazione delle vendite	> 0	-0,33	-0,003	+0,06	+0,02	+0,09
Indice di monetizzazione delle vendite	> 0	+0,04	+0,05	+0,13	+0,06	+0,06
Indice di autofinanziamento	> 1	-0,93	-0,07	+1,62	+7,01	+8,81
Indice di conversione in liquidità dell'autofinanziamento	≥ 1	-0,12	-15,10	+2,24	+2,82	+0,70
Grado di liquidità del reddito operativo	> 0	-0,12	-1,08	+3,63	+19,80	+6,20
Indice di copertura dei finanziamenti	> 1	+0,29	+0,27	+9,40	+0,63	/

Penultimo esercizio prima del fallimento	Valore di riferimento	Società 1	Società 2	Società 3	Società 4	Società 5
ROE	> 0	-3,22	-0,84	+0,12	-0,88	+0,02
ROI	> 0	-1,58	-0,27	+0,04	-0,01	+0,06
ROS	> 0	-0,36	-0,13	+0,04	-0,01	+0,02
Quoziente primario di struttura	> 1	-0,23	+0,26	+1,62	+0,20	+0,82
Quoziente secondario di struttura	> 1	+0,40	+1,21	+8,63	+0,45	+0,96
Indebitamento	≤ 1	-12,81	+11,00	+6,33	+71,43	+1,61
Liquidità primaria	> 1	+0,64	+1,09	+0,02	+0,05	+0,25
Liquidità secondaria	> 1	+0,67	+1,15	+0,64	+0,69	+0,57

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi dei principali indici economici e patrimoniali risulta più tempestiva l'emersione della crisi. Questo è evidente se si osserva la società 4 dove, dai valori assunti dagli indici di flussi, non sembra emergere una situazione preoccupante, che, al contrario, emerge con forza se si osservano i valori degli indici economico-patrimoniali, visto in particolare l'elevato indebitamento. Anche con riferimento alla società 3 e alla società 5, dall'analisi dei valori assunti dagli indici di flussi non emerge una situazione allarmante che, invece, inizia a riscontrarsi osservando i valori degli indici di stato patrimoniale e di conto economico: infatti, gli indici di

redditività, nonostante siano positivi, sono di entità ridotta. Inoltre, la società 3 presenta un elevato indebitamento e, in particolare, la società 5 si trova ad affrontare una carenza di liquidità. Da ultimo, come detto in precedenza, si sottolinea che solo dall'analisi patrimoniale emerge con chiarezza l'elevato rapporto di indebitamento che caratterizza le imprese che, al contrario, non risulta dalla sola analisi del rendiconto finanziario. Questo suggerisce che certi elementi di crisi sono più evidenti attraverso l'analisi economico-patrimoniale.

In conclusione, il rendiconto finanziario non sembra essere un documento in grado di accertare lo stato di crisi, in quanto dall'analisi dei segni assunti dai flussi dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento non si rilevano dei comportamenti comuni a tutte le imprese analizzate che permettono di dimostrare la significatività degli stessi nell'accertamento della crisi. Alle stesse conclusioni si giunge osservando l'incidenza dei flussi finanziari sul totale dell'attivo dello stato patrimoniale poiché non sembrano essere presenti comportamenti omogenei tra le imprese analizzate. Gli unici elementi comuni alle cinque società sono rappresentati dal decremento delle disponibilità liquide che si registra nell'esercizio che precede il fallimento e dal segno assunto dal flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto, che in tutte le imprese analizzate è di segno negativo nell'ultimo esercizio prima del fallimento.

Inoltre, il rendiconto finanziario contenuto nel bilancio di esercizio non è in grado di prevenire la crisi di impresa, essendo per sua natura un documento

elaborato a consuntivo che consente, quindi, di valutare dei risultati ormai conseguiti e destinati a non ripetersi allo stesso modo negli esercizi successivi. Infine, gli indici di flussi ricavati a partire dalle grandezze del rendiconto finanziario sembrano rilevare con minore tempestività l'emersione della crisi nelle società analizzate rispetto agli indici ricavati dallo stato patrimoniale e dal conto economico.

La soluzione per far sì che il rendiconto finanziario diventi un documento in grado di prevenire ed accertare la crisi d'impresa è la costruzione di un rendiconto finanziario previsionale ricavato dal *business plan*, ossia il *budget* finanziario che si articola nel *budget* delle fonti e degli impieghi e nel *budget* di cassa, come è stato detto nel capitolo 1. In particolare, il *budget* di cassa, se articolato su base infrannuale (possibilmente mensile), grazie a una previsione delle future entrate e uscite monetarie, permette di conoscere in anticipo l'eventuale fabbisogno finanziario e, quindi, di attuare tempestivi interventi per mantenere la solvibilità aziendale e garantire la continuità operativa. In generale, lo strumento fondamentale che permette di rilevare tempestivamente la crisi di impresa è l'esame congiunto dei vari documenti, quali i bilanci consuntivi e i *business plan* futuri.

CONCLUSIONE

Il rendiconto finanziario è il documento del bilancio che contiene l'informazione relativa alla dinamica finanziaria dell'impresa, cioè, consente di verificare se la società ha la capacità di generare dei flussi di cassa necessari allo svolgimento dell'attività di impresa. Dal momento che la crisi si manifesta quando i flussi di cassa prospettici sono insufficienti a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate e, se questa non viene tempestivamente gestita, l'impresa rischia l'insolvenza, ossia di non avere a disposizione le risorse monetarie per onorare le obbligazioni assunte alle scadenze previste, il rendiconto finanziario dovrebbe rappresentare lo strumento ideale per prevedere ed accertare la crisi d'impresa.

Il lavoro si è articolato in quattro capitoli. Nel primo capitolo è stato affrontato il tema della crisi di impresa analizzandone gli stadi, le cause e alcuni strumenti per prevenirla e prevederla. Il secondo capitolo è stato dedicato all'analisi del contenuto e all'interpretazione del rendiconto finanziario. Il terzo e il quarto capitolo si sono occupati della ricerca. In particolare, nel terzo capitolo è riportata la metodologia della ricerca e nel quarto capitolo ne sono esposti i risultati.

Lo studio si è posto l'obiettivo di esplorare se il rendiconto finanziario sia un documento in grado di prevedere ed accertare la crisi d'impresa. Per tale fine è stato analizzato un campione di cinque società fallite ed è stata svolta sia un'analisi delle singole aziende, sia un'analisi comparativa. Di particolare importanza è l'analisi

comparativa, basata sul confronto tra delle grandezze contenute nel rendiconto finanziario per verificare la presenza di comportamenti comuni tra le cinque società fallite. In particolare, l'analisi ha riguardato i due esercizi precedenti il fallimento. Nel dettaglio, sono stati osservati i seguenti elementi: i segni assunti dai flussi finanziari dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento; il valore assoluto dei flussi e la loro somma algebrica; l'incidenza dei flussi finanziari sul totale dell'attivo dello stato patrimoniale; il segno del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto e del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto; i valori assunti dagli indici di flussi e il confronto tra questi e gli indici di stato patrimoniale e di conto economico.

L'analisi del segno assunto dal flusso finanziario dell'attività operativa nelle società suggerisce una scarsa significatività dello stesso nell'accertamento della crisi in quanto solo in tre società su cinque il flusso è di segno negativo nell'ultimo esercizio prima del fallimento e in tutte le società è positivo nel penultimo esercizio prima del fallimento. Da aziende fallite ci si aspettava di riscontrare il flusso finanziario dell'attività operativa di segno negativo in tutte le società, almeno nell'esercizio precedente il fallimento.

Dall'analisi della combinazione dei segni assunti dal flusso finanziario dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento è emerso che nel penultimo esercizio prima del fallimento tutte le società presentano la combinazione dei segni dei flussi tipica di un'azienda non in crisi, nonostante la

crisi sia già in atto. Invece, nell'ultimo esercizio prima del fallimento si rileva grande eterogeneità nel segno assunto dai flussi finanziari: solo una società presenta la combinazione dei segni dei flussi tipica di un'azienda con gravi problemi di natura economica e finanziaria, mentre una società presenta la combinazione dei segni tipica di un'azienda sana. Questo suggerisce che l'analisi della combinazione dei segni assunti dai flussi dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento non sembra essere significativa nell'accertamento della crisi, vista la mancanza di comportamenti comuni tra le imprese fallite.

In seguito, dall'analisi del valore assoluto dei flussi è emerso che il flusso finanziario dell'attività operativa, nonostante sia di segno positivo in due società nell'ultimo esercizio prima del fallimento, non risulta di ammontare sufficiente per sostenere gli esborsi che derivano dall'attività di investimento e/o di finanziamento delle stesse. Inoltre, dall'osservazione della somma algebrica del flusso finanziario dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento, si nota che nelle società si assiste a un decremento delle disponibilità liquide nell'esercizio precedente il fallimento. Nel penultimo esercizio prima del fallimento è stato rilevato che il flusso finanziario dell'attività operativa, nonostante sia di segno positivo in tutte le società analizzate, solo per una di esse è di ammontare sufficiente a sostenere gli esborsi che derivano dall'attività di investimento e/o di finanziamento.

Dall'analisi dell'incidenza dei flussi finanziari sul totale dell'attivo dello stato patrimoniale delle società non sembrano emergere dei comportamenti omogenei tra

le imprese nelle percentuali di incidenza nei due esercizi osservati. Questo sembra suggerire una scarsa significatività della stessa analisi nell'accertamento della crisi.

All'interno del flusso finanziario dell'attività operativa sono stati analizzati i segni del flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto e del flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto. In particolare, nell'ultimo esercizio prima del fallimento, tutte le società presentano il flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto di segno negativo e questo potrebbe suggerire una sua significatività nella rilevazione della crisi. Il flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto è rilevante, in particolare, per comprendere la dinamica del circolante: in tutte le società il capitale circolante netto genera liquidità nell'esercizio che precede il fallimento a seguito della riduzione delle attività a breve (in particolare, crediti e rimanenze) e dell'aumento delle passività a breve (in particolare, debiti verso fornitori e debiti tributari e previdenziali). Questo aspetto, positivo dal punto di vista della liquidità, è in realtà, per le imprese esaminate, segno di evidente tensione finanziaria poiché, dalla riclassificazione dello stato patrimoniale si evince che le passività a breve superano le attività a breve rendendo il capitale circolante netto negativo.

Dall'osservazione dei valori assunti dagli indici di flussi risulta evidente la situazione di crisi in cui si trovano le società nell'ultimo esercizio precedente il fallimento, poiché il valore assunto dagli indici è al di sotto del valore di riferimento. Nel penultimo esercizio prima del fallimento, al contrario, i valori

assunti dagli indici fotografano una situazione eterogenea: due società si trovano in una situazione di crisi, mentre, per le restanti società la situazione sembra positiva.

Dal confronto tra gli indici di flussi e gli indici di stato patrimoniale e di conto economico si rileva una maggiore tempestività dei secondi nel segnalare una situazione di crisi, evidente soprattutto nel penultimo esercizio prima del fallimento: nel caso di alcune società non sembra emergere una situazione allarmante dalla sola osservazione dei valori assunti dagli indici di flussi che, al contrario, si riscontra se si osservano i valori degli indici economico-patrimoniali. Inoltre, dal confronto risulta che certi elementi di crisi sono più evidenti attraverso l'analisi economico-patrimoniale rispetto all'analisi del rendiconto finanziario, non essendo visibile in questo l'elevato rapporto di indebitamento che caratterizza le imprese.

Per concludere, dal momento che il rendiconto finanziario contiene l'informazione relativa alla liquidità aziendale, si è ritenuto che potesse essere lo strumento ideale per prevedere ed accertare la crisi di impresa. I risultati dell'analisi svolta suggeriscono che, contrariamente a quanto si pensava, il rendiconto finanziario non sembra essere un documento in grado di accertare la crisi d'impresa vista la grande eterogeneità emersa dal confronto di alcune grandezze dello stesso di aziende fallite, dalle quali, invece, ci si aspettava una maggiore significatività, anche alla luce delle considerazioni teoriche fatte nel secondo capitolo. Si precisa

che il presente lavoro è stato svolto con il limite di non aver confrontato i comportamenti delle imprese fallite con quelli delle imprese che non sono fallite.

Infine, la capacità del rendiconto finanziario, inteso come documento del bilancio ordinario di esercizio, di prevedere la crisi d'impresa pare possa essere esclusa, poiché per sua natura è redatto a consuntivo e, contenendo dei dati riferiti al passato e destinati a non ripetersi allo stesso modo negli esercizi successivi, non può essere utilizzato per prevedere qualcosa che potrebbe accadere in futuro.

Per far sì che il rendiconto finanziario diventi un documento in grado di prevedere ed accertare la crisi d'impresa, dovrebbe contenere delle previsioni sulle future entrate e uscite monetarie in modo da permettere di attivare tempestivi interventi per mantenere la solvibilità aziendale nel caso in cui questa risulti a rischio. Il documento previsionale che permette di superare il limite del rendiconto finanziario è il *budget* finanziario che si ricava dal *business plan* dell'impresa.

BIBLIOGRAFIA

- ADERIN A., AMEDE O., *Cash Flow Patterns and Financial Distress Prediction: Array*, *The Journal of Accounting and Management*, 12(1), 2022.
- ALLEGRI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio: la riclassificazione e l'interpretazione dello stato patrimoniale e del conto economico*, Giuffrè, Milano, 2022.
- ALLEGRI M., FERRAMOSCA S., *Analisi di bilancio. Il rendiconto finanziario e l'analisi dei flussi finanziari*, Giuffrè, Milano, 2023.
- BASTIA P., *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019.
- BASTIA P., *Gestione della crisi e piani di risanamento aziendali*, Giuffrè, Milano, 2022.
- BASTIA P., *Sistemi di pianificazione e controllo*, Il Mulino, Bologna, 2001.
- BAVA F., CORSO L., DE ROSA S., DEVALLE A., FORNERO L., LATORRACA S., MEOLI M., ODETTO G., SANNA S., *Le novità del bilancio 2020*, Eutekne, Torino, 2021.
- BONTI M., CAVALIERE V., CORI E., *Lineamenti di organizzazione aziendale*, Egea, Milano, 2020.
- BRUSA L., *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano, 2012.
- CARAMIELLO C., *Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione*, Giuffrè, Milano, 1993.
- CESTARI G., *La diagnosi precoce della crisi aziendale: analisi del processo patologico e modelli predittivi*, Giuffrè, Milano, 2009.

- CHIUCCHI M.S., IACOVIELLO G., PAOLINI A., *Controllo di gestione: strutture, processi, misurazioni*, Giappichelli, Torino, 2021.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI
CONTABILI, *EBITDA e PFN a fini valutativi e negoziali*, marzo 2024.
- DANOVI A., QUAGLI A., *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Wolters Kluwer, Milano, 2021.
- DICKINSON V., *Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle*, The Accounting Review, 86(6), pp. 1969-1994, 2011.
- DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013.
- FACCHINETTI I., *Analisi di bilancio: metodologie, procedure e casi di analisi per margini, indici e flussi*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2006.
- FACCHINETTI I., *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi. Formazione, lettura e interpretazione del rendiconto previsionale e consuntivo. Procedure, schemi ed esempi*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2007.
- FAZZINI M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023.
- FERRANDINA A., *Business plan: casi pratici*, Wolters Kluwer, Milano, 2023.
- FERRERO G., *Marketing e creazione del valore*, Giappichelli, Torino, 2018.
- GHIRINGHELLI P., *Analisi di bilancio e driver di valore*, Egea, Milano, 2019.
- GIACOMAZZO L., *Excel per prevenire la crisi*, Wolters Kluwer, Milano, 2022.
- GIACOSA E., *Il fenomeno della crisi aziendale: un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2016.

- GRECO G., *Il rendiconto finanziario*, Giappichelli, Torino, 2020.
- GREGORI G.L., PERNA A., *BtoB marketing. Il business marketing tra teoria e managerialità*, Egea, Milano, 2019.
- GUATRI L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.
- KORDESTANI G., BIGLARI V., BAKHTIARI M., *Ability of Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress*, *Business: Theory and Practice*, 12(3), 277-285, 2011.
- LENOCI F., ROCCA E., *Il rendiconto finanziario*, Wolters Kluwer, Milano, 2018.
- MANELLI A., PACE R., *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2020.
- MARASCA S., CATTANEO C., *Il sistema di controllo strategico: evoluzione, finalità, strumenti*, Giappichelli, Torino, 2021.
- MARCHI L., *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino, 2018.
- MARCHI L., MARASCA S., CHIUCCHI M.S., *Controllo di gestione*, Giappichelli, Torino, 2018.
- MARCONE M.R., *Le strategie delle imprese italiane di media dimensione. Innovazione e internazionalizzazione delle attività di impresa*, Giappichelli, Torino, 2017.
- MAZZOLA P., *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Egea, Milano, 2013.
- MIELE L., SURA A., BONTEMPO F., FABI T., *Bilancio e reddito d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2021.

- MOLITERNI R., *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa: diagnosi dei processi degenerativi e misure di prevenzione*, CEDAM, Padova, 1999.
- ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Rendiconto finanziario*, OIC n.10, dicembre 2016.
- ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Disponibilità liquide*, OIC n.14, dicembre 2016.
- PANIZZA A., *Crisi e adeguati assetti per la gestione d'impresa*, Wolters Kluwer, Milano, 2020.
- PANIZZA A., *Piano industriale e finanziario*, Ipsoa, Milano, 2022.
- PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2016.
- PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio e finanziaria: logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2021.
- PAROLINI C., *Business planning: dall'idea al progetto imprenditoriale*, Pearson Italia, Milano-Torino, 2020.
- PENCARELLI T., *Le crisi d'impresa: diagnosi, previsione e procedure di risanamento*, FrancoAngeli, Milano, 2013.
- PICIOCCHI P., *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità: l'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, Giappichelli, Torino, 2003.
- PODDIGHE F., MADONNA S., *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006.
- POLI S., *I modelli di previsione della crisi d'impresa. La prospettiva esterna mediante i bilanci in forma abbreviata*, Giappichelli, Torino, 2020.

- PORTALUPI A., *Principi contabili OIC/IFRS: differenze e analogie*, Wolters Kluwer, Milano, 2022.
- QUAGLI A., *Bilancio e principi contabili*, IPSOA, Milano, 2016.
- QUAGLI A., *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2018.
- RICCABONI A., *Metodologie e strumenti per il controllo di gestione*, Knowità, Arezzo, 2018.
- RICCIARDI A., *L'analisi di bilancio per la valutazione dei rischi*, FrancoAngeli, Milano, 2020.
- SAYARI N., MUGAN F.N., *Cash flow statement as an evidence for financial distress*, Universal Journal of Accounting and Finance, 1(3), pp. 95-103, 2013.
- SHAMSUDIN A., KAMALUDDIN A., *Impending bankruptcy: Examining cash flow pattern of distress and healthy firms*, Procedia Economics and Finance, 31(1), pp. 766-774, 2015.
- SILVI R., *Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGraw Hill, Milano, 2012.
- SOFIA A., *Analisi del rendiconto finanziario*, FrancoAngeli, Milano, 2022.
- TEODORI C., *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino, 2015.
- TEODORI C., *Analisi di bilancio: lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017.
- TEODORI C., *Modelli di previsione nell'analisi economico-aziendale*, Giappichelli, Torino, 1989.
- TOCCOLI G., *L'analisi di bilancio e il rendiconto finanziario*, SEAC, Trento, 2021.

VERGARA C., *Disfunzioni e crisi d'impresa: introduzione ai processi di diagnosi, risanamento e prevenzione*, Giuffrè, Milano, 1988.

ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo I, Giuffrè, Milano, 1957.

ZITO M., *Fisiologia e patologia delle crisi di impresa*, Giuffrè, Milano, 1999.