



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**Quando i flussi scendono in campo.**

**Dalla potenzialità dell'utile all'effettività della cassa**

**RELATORE: CH.MO PROF. GIACOMO BOESSO**

**LAUREANDO: GUIDO PEDROTTA**

**MATRICOLA N. 1113080**

**ANNO ACCADEMICO 2017-2018**

**Quando i flussi scendono in campo.**

**Dalla potenzialità dell'utile all'effettività della cassa**



**When the flows take the field.**

**From the potential of the profit to the effectiveness of the cash.**

## Sommario

Premessa .....	1
Introduzione.....	2
Capitolo 1: Il Rendiconto Finanziario .....	3
Finalità, costruzione e contenuto.....	3
Un primo modello di Rendiconto Finanziario.....	6
Confronto tra modelli legali: OIC 10 e IAS 7 .....	13
Dal Conto Economico al Rendiconto Finanziario .....	16
La centralità della cassa nel rapporto banca-impresa .....	19
Variabili chiave .....	20
Capitolo 2: Slurp Srl .....	23
Presentazione Azienda .....	23
Il settore mangimistico.....	23
La base: i documenti aziendali di riferimento.....	24
Analisi strategica .....	28
Analisi delle variabili chiave .....	29
Riassumendo .....	43
Conclusioni .....	44
Bibliografia .....	45
Sitografia .....	47



## Premessa

Mi sono orientato su questo argomento perché convinto che l'azienda possa essere intesa come un essere vivente, la cui prima necessità sia creare un habitat economico capace di garantire condizioni significative di soddisfazione e di affermazione. Mi interessa perciò approfondire come garantire il ciclo vitale di un'azienda perché dal suo nascere, crescere, rinnovarsi essa possa esprimersi secondo performance durevoli, misurabili, valutabili, rinnovabili ed affidabili. Presenterò l'esigenza dell'azienda di generare in modo "autotrofo" una vera e propria "sostanza nutritiva": la liquidità ottenuta tramite la dinamica monetaria.

Ciò mi permetterà di affrontare come domanda centrale di questo elaborato la seguente:

### **su quali variabili dovrebbe puntare un'azienda per incentivare la dinamica reddituale a generare maggiore liquidità?**

Partirò dall'analisi del Rendiconto Finanziario sotto il profilo teorico che lo riconosce come documento indispensabile per verificare se il risultato aziendale potenziale diventa un risultato effettivo di cassa. Presenterò successivamente alcuni possibili modelli, che pur nella loro diversità espositiva, supportano l'esigenza di una conoscenza precisa ed oggettiva dei flussi attinenti alla gestione della cassa aziendale.

Concentrerò particolare attenzione alla "parte alta" del Rendiconto quale traduzione finanziaria della dinamica reddituale emergente dal Conto Economico. Confronterò la differente natura delle grandezze (utile/liquidità) derivanti dai due prospetti (Conto Economico/Rendiconto Finanziario), dimostrando che eventuali manipolazioni del primo non incidono sulla consistenza dei flussi di cassa.

Chiuderò la parte teorica con un particolare approfondimento della rilevanza della dinamica monetaria nel rapporto tra un'impresa ed un istituto di credito.

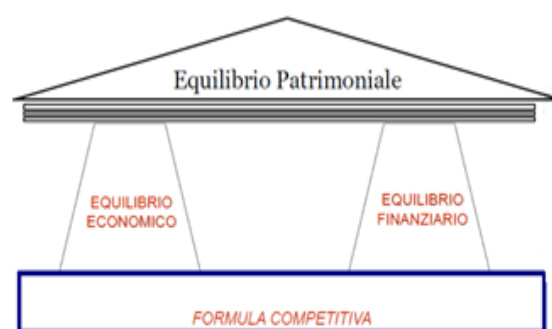
Nella seconda parte studierò un caso aziendale con l'obiettivo di evidenziare come una scelta strategica di cambiamento possa generare effetti benèfici tanto sulla dinamica reddituale quanto su quella finanziaria.

Nella conclusione evidenzierò l'importanza di una relazione sinergica e complementare tra la dinamica economica e quella monetaria, ottenibile anche grazie scelte strategiche votate all'innovazione ed alla creatività imprenditoriale.

## Introduzione

La fondamentale condizione di sopravvivenza e sviluppo di un'azienda è il principio dell'economicità che, se soddisfatto, permette all'azienda di raggiungere due fondamentali risultati: la durabilità e l'autonomia. La durabilità è l'attitudine a mantenere una congrua stabilità nel tempo anche di fronte a cambiamenti di un ambiente necessariamente mutevole mentre l'autonomia corrisponde alla capacità di mantenere un equilibrio interno senza ricorrere ad interventi esterni di supporto e/o copertura delle perdite. Economicità significa perciò equilibrio, ossia utilizzo al meglio delle risorse scarse di cui si dispone (efficienza) per ottenere risultati programmati (efficacia). L'imprenditore deve perciò compiere sistematicamente un'analisi retrospettiva e prospettica nella ricerca della miglior combinazione input-output, attraverso un'attività di direzione "articolabile in processi elementari di pianificazione e programmazione, organizzazione, guida e controllo delle risorse gestite" (Arcari, 2014).

Amministrare un'azienda, come deriva dalla parola greca "oikonomìa" (amministrazione della propria casa), significa renderne conveniente ed equilibrato lo svolgimento, mediante la giustapposizione di due equilibri, quello economico e quello finanziario, che pur avendo numerosi punti di contatto non si relazionano in modo perfettamente biunivoco.



*Figura 1: la sinergia degli equilibri aziendali  
(fonte: Internet, 2018)*

L'equilibrio economico è infatti frutto della capacità di bilanciare i componenti negativi di reddito con quelli positivi, generando un margine di profitto (utile) per remunerare sia azionisti che altri soggetti apportatori di risorse, nonché per promuovere uno sviluppo futuro. Dall'altra parte invece l'equilibrio finanziario si connota di una duplice natura: quella statico-strutturale calata nella dimensione del medio- lungo periodo e quella dinamico-monetaria inserita in un contesto di breve periodo. Proprio quest'ultima specificità di natura può differenziarsi da quella economica, poiché non tutto quello che ha rilevanza reddituale si realizza in forma finanziario- monetaria, quanto meno non nello stesso periodo di tempo in cui scatta la competenza economica del componente. Ad esempio un componente positivo di reddito classificato come ricavo nel Conto Economico potrebbe aver generato soltanto un credito commerciale e non una movimentazione di cassa per la concessione di una dilazione

di pagamento al cliente. Lo stesso discorso vale per un costo legato ad un acquisto che però non è ancora stato pagato per il semplice fatto che è maturato un debito nei confronti del venditore. Questi due esempi dimostrano delle diacronie tra la dinamica economica e quella monetaria, destinate però a richiudersi nel momento in cui tali componenti diventeranno liquidità: il credito si chiuderà con un ingresso di cassa ed il debito con un'uscita di pari importo. Esistono però delle componenti che, per quanto economicamente di competenza, non sono e non saranno mai movimentazioni di cassa: un ammortamento è una quota di valore di un bene immobilizzato che annualmente è imputato a Conto Economico per testimoniare la perdita di valore di un asset senza mai diventare un'uscita di cassa; lo stesso discorso vale per altri accantonamenti contabili che alimentano dei fondi senza tradursi mai in liquidità.

Tale divergenza deriva dal frazionamento della vita aziendale in una serie di sottoperiodi temporali, coincidenti con la durata dell'esercizio amministrativo (1/1-31/12 oppure 1/7-30/6). Considerando infatti l'intera esistenza di un'azienda, si verificherebbe una perfetta coincidenza tra i ricavi e le entrate e tra i costi e le uscite, rendendo le due dinamiche perfettamente sovrapponibili; accettandone invece la suddivisione temporale è possibile costruire una serie di documenti periodici dalle diverse finalità. Dal Conto Economico emerge infatti la variazione di ricchezza generata (utile) o consumata (perdita) nel corso dell'esercizio, mentre dallo Stato Patrimoniale il capitale di funzionamento, ossia "il complesso di beni o servizi a disposizione, di diritto o di fatto, del soggetto economico" (Cerbioni, Michelin, 2015) al termine del periodo considerato. Il Conto Economico accoglie perciò valori flusso reddituali, intesi come costi e ricavi, mentre lo Stato Patrimoniale accoglie valori puntuali, precisi, stock e raggruppabili in economico-patrimoniali (rimanenze, beni pluriennali, patrimonio netto) e finanziari statici (denaro, crediti e debiti di regolamento e di finanziamento). Quanto appena detto crea la necessità di sopperire ad un "cono d'ombra informativo" (Ferrarese, 2016) lasciato dallo Stato Patrimoniale circa la dinamica finanziaria, con particolare riferimento all'impatto che le diverse operazioni di gestione hanno sulla liquidità aziendale: a questa esigenza si risponde con il Rendiconto Finanziario.

## **Capitolo 1: Il Rendiconto Finanziario**

### **Finalità, costruzione e contenuto**

Il Rendiconto Finanziario è dunque quel documento contabile che periodicamente rileva la capacità di sviluppare fonti di finanziamento che, per tipologia e quantità, coprano i fabbisogni finanziari derivanti dalle operazioni di gestione senza pregiudicare l'equilibrio

finanziario strutturale (patrimoniale). Per superare la staticità dei valori dello Stato Patrimoniale, il Rendiconto ne evidenzia le loro variazioni, considerando le poste attive come impieghi destinati a generare risorse finanziarie e le poste passive come fonti da cui l'azienda ha attinto liquidità per finanziarsi. Inoltre il Rendiconto considera anche i movimenti economici scaturenti dal Conto Economico: ciò a testimonianza del fatto che “il rendiconto finanziario ha un contenuto informativo che, pur derivando in parte dal conto economico e dalle situazioni patrimoniali di inizio e di fine periodo, non può essere sostituito dalle informazioni ricavabili da questi prospetti” (Coda, 1990). In questo modo viene a ricomporsi il ciclo economico-finanziario in modo unitario, dove tutte le operazioni gestionali attinenti alla gestione reddituale, alle attività d'investimento e alle attività di finanziamento hanno contribuito alla creazione di liquidità. La rilevanza del documento è testimoniata dal fatto che, a partire dal 1° Gennaio 2016, il Legislatore l'ha inserito tra i documenti obbligatori che gli amministratori devono redigere. L'art.2423 Codice Civile, inerente alla redazione del bilancio, è stato novellato tramite il D.Lgs. 18 Agosto 2015 per dare attuazione alla Direttiva 2013/34 UE del 26 Giugno 2013 e infatti prevede che “gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa”. Quest'obbligo vale prevalentemente per le società che redigono il bilancio in forma civilistica mentre restano escluse quelle che lo redigono in forma abbreviata<sup>1</sup> (art.2435-bis Codice Civile) e le società che redigono il bilancio delle micro-imprese (art.2435-ter Codice Civile).<sup>2</sup> La costruzione del Rendiconto Finanziario necessita di partire dai valori fondo dello Stato Patrimoniale, dai quali è possibile far emergere una variazione contabile tra la consistenza finale e quella iniziale, che non è però necessariamente anche una variazione finanziaria. Il Rendiconto, con una serie di aggiustamenti, perverrà così alla presentazione dei flussi finanziariamente rilevanti in termini di numerario, distinguendo due tipologie di grandezze dinamiche: fabbisogni e fonti. I fabbisogni sono flussi in uscita che riducono le risorse finanziarie per effetto di un incremento di attività, una diminuzione di passività o di patrimonio netto mentre le fonti sono flussi in entrata derivanti dall'incremento di risorse finanziarie, quali decrementi dell'attivo, incrementi del passivo o del patrimonio

---

<sup>1</sup> Per l'art.2435 bis Codice Civile le società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata sono quelle che, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

- a) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;
- b) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;
- c) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.

<sup>2</sup> Per l'art.2435 ter Codice Civile le società qualificate come microimprese sono quelle che nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

- a) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 175.000 euro;
- b) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 350.000 euro;
- c) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità.

netto. Analogamente le grandezze economiche si esprimono come fabbisogni se negative, fonti se positive.

Ulteriore aspetto è anche la definizione della grandezza oggetto del Rendiconto, la cui variazione deve essere esattamente pari alla differenza tra la consistenza finale e quella iniziale. Esistono due possibili grandezze: la liquidità (preferita) ed il CCN. Il concetto di liquidità è poi scomponibile in: liquidità in senso stretto o in senso lato, liquidità lorda o netta. Se si sceglie la liquidità in senso stretto si considerano soltanto le disponibilità liquide (valori in cassa + conti bancari e postali attivi) mentre se si considera la liquidità in senso lato si aggiungono alle disponibilità liquide anche gli strumenti finanziari detenuti a scopo di tesoreria. Se si parla invece di liquidità netta significa che oltre alle risorse attive si considerano anche i debiti bancari correnti, mentre la liquidità lorda contiene solo le voci attive. In generale la scelta ricade sulla liquidità in senso stretto data la difficoltà di riconoscere se uno strumento finanziario è detenuto o meno a titolo di tesoreria, con la possibilità poi di optare per la liquidità in senso netto. La scelta del CCN come grandezza è invece abbastanza infrequente essenzialmente per delle ragioni “ontologiche” (Ferrarese, 2016). La prima è che il CCN, inteso come differenza tra l’Attivo Corrente ed il Passivo Corrente dello Stato Patrimoniale finanziario, contiene poste che sono frutto di valutazioni soggettive attinenti alle politiche di bilancio dell’imprenditore, come le rimanenze ed i crediti. La seconda è che una sua movimentazione non è diretta espressione di risorse utilizzabili al pagamento: ad esempio un aumento del CCN potrebbe essere riconducibile ad un aumento dei crediti e non delle disponibilità liquide, con la conseguenza che tale variazione non è diretta espressione di attitudine al pagamento.

Individuata la risorsa finanziaria, se ne classificano le cause di variazione in: endogene e esogene. Le prime riguardano modifiche all’interno della risorsa di riferimento da un periodo all’altro, influenzandone la composizione, mentre le seconde, incidendo sul valore complessivo della risorsa, riguardano elementi non compresi all’interno dell’aggregato. “In definitiva, le operazioni che assumono rilevanza nell’ambito del Rendiconto, cioè che spiegano la variazione della risorsa di riferimento, sono quelle riconducibili alle cause esogene” (Teodori, 2009).

Dal punto di vista della forma di rappresentazione il Rendiconto Finanziario può presentarsi a sezioni contrapposte (fabbisogni-fonti) o in forma scalare (considerando i flussi con il relativo segno positivo o negativo). E’ comunque preferibile la prima “in quanto permette di cogliere, in via immediata, le connessioni tra impieghi e fonti derivanti dalla medesima gestione”



(Teodori, 2009). In entrambi i casi conviene considerare i valori dell'esercizio precedente e, in caso di predisposizione del Rendiconto a sezioni contrapposte, anche le percentuali d'incidenza di ogni flusso sul totale dei fabbisogni e delle fonti.

### Un primo modello di Rendiconto Finanziario<sup>3</sup>

	Fabbisogni	Fonti
Flusso finanziario CCN gestione caratteristica Variazione CCNO Pagamento TFR FLUSSO MONETARIO GESTIONE CARATTERISTICA		
Proventi Accessori-Patrimoniali Netti Proventi Finanziari Netti Pagamento Oneri Finanziari Flusso Gestione Straordinaria Pagamento Imposte FLUSSO MONETARIO GESTIONE EXTRA-CARATTERISTICA		
FLUSSO MONETARIO GESTIONE REDDITUALE		
Δ Immobilizzazioni Materiali (acquisti e vendite) Δ Immobilizzazioni Immateriali (acquisti e vendite) Δ Attività finanziarie, immobilizzate e correnti (acquisti e vendite) FLUSSO MONETARIO ATTIVITA' INVESTIMENTO		
Δ Capitale Proprio (dividendi e variazioni capitale sociale onerose) Δ Capitale Terzi (nuove accensioni o rimborsi prestiti) FLUSSO MONETARIO ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO		
FLUSSO MONETARIO TOTALE = ΔGrandezza finanziaria scelta		

Figura 2: modello di Rendiconto Finanziario (Ferrarese, 2016)

<sup>3</sup> Il modello di Rendiconto presentato si configura a sezioni divise e contrapposte, perciò i flussi monetari aggregati (indicati in lettere maiuscole) assumeranno un valore pari al saldo fabbisogni-fonti derivante dai flussi elementari che li compongono (indicati in lettere minuscole) e tale valore sarà collocato tra i fabbisogni o le fonti a seconda di quale delle due sezioni sia prevalsa.

L'unica puntualizzazione riguarda il Flusso Monetario della Gestione Reddittuale, inteso come saldo tra il Flusso Monetario Caratteristico e quello Extra-caratteristico e il Flusso Monetario Totale, saldo dei Flussi Monetari delle tre aree: Reddittuale, Investimenti e Finanziamenti.

Una volta scelta la grandezza finanziaria di riferimento, è necessario definire “le modalità di aggregazione delle principali determinanti la grandezza in oggetto” (Teodori, 2009). Un possibile criterio è quello della pertinenza all’area gestionale di riferimento. La gestione aziendale è infatti “scomponibile in una serie di sotto-aree coincidenti con quelle utilizzate per la riclassificazione funzionale del Conto Economico” (Teodori, 2008): gestione caratteristica, gestione accessoria, gestione finanziaria, straordinaria e tributaria. Da ognuna di queste gestioni derivano flussi finanziari positivi e negativi, i quali troveranno loro espressione nelle specifiche parti del Rendiconto.

La gestione caratteristica è suddivisibile in due categorie: la corrente e la non corrente. La prima comprende tutte le operazioni relative all’attività tipica e prevalente dell’impresa, cioè alla sua “funzione economica in senso stretto” (Teodori, 2009), destinate a generare utilità nel breve periodo. La seconda invece è legata a flussi derivanti dalla gestione di investimenti in immobilizzazioni strumentali aventi un’utilità pluriennale. Se i flussi della prima tipologia sono raccolti nella prima parte del Rendiconto, i flussi della seconda andranno ad influenzare l’ammontare del Flusso Monetario delle Attività di Investimento, secondo lo schema precedentemente proposto.

Come si può notare dal precedente schema, il punto di partenza è il Flusso Finanziario di CCN della gestione caratteristica (corrente). La presenza dell’aggettivo “finanziario” vuole evidenziare che tale flusso, provenendo dal Conto Economico, è soltanto “utile spendibile della gestione caratteristica corrente (operational cash flow) ed esprime la generazione di un flusso che non può dirsi ancora monetario; si può dire soltanto che esso è un potenziale monetario che può diventare effettivo solo se nel periodo non si sono manifestate variazioni nette, tra l’inizio e la fine dell’anno, della consistenza dei crediti e debiti di regolamento e del valore delle scorte, vale a dire del livello del capitale circolante netto di gestione caratteristica” (Brunetti, 1994). Per far emergere il Flusso Finanziario di CCN della gestione caratteristica è necessario passare da un risultato economico ad uno finanziario, distinguendo i componenti reddituali a cui sono associate variazioni finanziarie nel circolante da quelli a cui non sono associate variazioni finanziarie e perciò nemmeno monetarie. Tale flusso è calcolabile con due metodi: metodo diretto (analitico) o indiretto (sintetico).

Attraverso il metodo diretto vengono contrapposti “tutti i componenti positivi e negativi della gestione caratteristica generatori di una variazione finanziaria nel periodo di riferimento” (Teodori, 2009). I componenti positivi verranno classificati come fonti mentre i negativi come

fabbisogni e, dalla loro sintesi, emergerà il Flusso Finanziario di CCN della gestione caratteristica: se prevarranno i primi sarà una fonte, altrimenti un fabbisogno.

Il metodo indiretto parte invece da un aggregato di sintesi, ad esempio l'EBIT caratteristico, rettificato di tutte le componenti reddituali non generanti variazioni finanziarie, tra cui tutti i costi non finanziari della gestione caratteristica.<sup>4</sup> Perciò:

<b>EBIT CARATTERISTICO</b>
+ Ammortamenti/svalutazioni immobilizzazioni materiali/immateriali
+ Trattamento fine rapporto di competenza(in quanto tale quota alimenta il Fondo TFR che non è compreso nel circolante)
+ Accantonamenti ai fondi non inseriti nel circolante
= FLUSSO FINANZIARIO CCN GESTIONE CARATTERISTICA

Figura 3: tabella di sintesi (fonte: Teodori, 2009)

In mancanza di uno schema riclassificato di Conto Economico è possibile risalire al Flusso Finanziario di CCN della gestione caratteristica partendo dal Reddito Netto, correggendolo con tutte le componenti reddituali caratteristiche non finanziarie e con tutte quelle reddituali extra- caratteristiche.

<b>Reddito Netto</b>
+ Trattamento di fine rapporto
+ Ammortamenti
+ Svalutazione di immobilizzazioni
+ Altri costi operativi non finanziari
+/- Risultati gestione accessoria
+ Oneri finanziari
+/- Componenti straordinari
+/- Imposte
= FLUSSO FINANZIARIO CCN GESTIONE CARATTERISTICA

Figura 4: tabella di sintesi (fonte: Teodori, 2009)

Se il Flusso Finanziario di CCN ottenuto con il metodo indiretto è positivo allora sarà considerato una fonte, altrimenti un fabbisogno.

<sup>4</sup> Tra le componenti reddituali non finanziarie non si sono considerati volutamente i ricavi non finanziari, in quanto sarebbero utili non realizzati privi di competenza (principio di competenza e di prudenza del bilancio).

Un duplice trattamento è possibile con riguardo alle svalutazioni crediti (comunque forma di accantonamento) a seconda che il fondo svalutazione crediti sia o non sia incluso nel circolante: se lo è, allora la svalutazione sarà considerabile un costo finanziario, altrimenti sarà un costo non finanziario (e quindi da porre a rettifica dell' EBIT caratteristico nel metodo indiretto o da non considerare nel diretto).

Una volta trovato il Flusso Finanziario di CCN, diventa necessario filtrarlo attraverso una grandezza, la variazione di CCNO ( $\Delta$ crediti commerciali,  $\Delta$ magazzino e  $\Delta$ debiti commerciali), per ottenere la reale dimensione di "ricchezza liquida" (Ferrarese, 2016). La variazione di CCNO agisce infatti come una spugna: se il CCNO è aumentato (fabbisogno) allora vi è stato un assorbimento di liquidità (la spugna, assorbendo liquidità, si è ingrossata), mentre se il CCNO si è ridotto (fonte) significa che vi è stata una liberazione di liquidità (la spugna, liberando liquidità, si è ridotta). Ogni variazione dei componenti del CCNO crea un impatto in termini di assorbimento o generazione di liquidità: un incremento dei crediti commerciali o del magazzino (fabbisogno) riduce la liquidità disponibile rispetto a quella potenziale desumibile dal Valore della Produzione mentre una loro riduzione (fonte) ne accresce l'importo. Il contrario con riferimento ai debiti commerciali. Il confronto tra la "ricchezza potenziale creata" e la variazione subita dal CCNO permette di "trarre la duplice informativa relativa sia alla capacità di generare nuove risorse reddituali da parte dell'impresa, sia alla misura in cui si rendono monetariamente disponibili" (Ferrarese, 2016).

Successivamente si procede al calcolo del pagamento del TFR (fabbisogno), il cui fondo è comunque inerente alla gestione caratteristica anche se non compreso nel circolante. Per il calcolo della somma pagata si utilizza il foglio di lavoro. Il foglio di lavoro è quel documento preliminare al Rendiconto che permette di trasformare variazioni meramente contabili (finanziarie grezze) in variazioni finanziariamente rilevanti partendo dal presupposto che: incrementi di attivo, decrementi di passivo e patrimonio netto e componenti negative di reddito sono fabbisogni, mentre decrementi di attivo, incrementi di passivo e di patrimonio netto e componenti positive di reddito sono fonti.

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Fondo TFR	240	160	80		120(a)		200	
Quota TFR		120	120			120(a)	-----	-----

Figura 5: estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

In questo esempio, il pagamento a titolo di TFR (l'utilizzo del fondo) ammonta a 200.

Dalla gestione accessoria derivano dei flussi attinenti a proventi netti accessorio-patrimoniali (gestione immobiliare e delle partecipazioni finanziarie) o a proventi netti finanziari (gestione mobiliare, dei crediti finanziari e delle disponibilità liquide). In entrambi i casi se il valore dei Proventi Netti (proventi – oneri) è positivo si avrà una fonte, se negativo un fabbisogno. La gestione finanziaria comprende invece flussi riguardanti il pagamento di oneri finanziari (fabbisogno), derivanti da “operazioni tendenti a reperire risorse finanziarie sotto forma di capitale di prestito” (Teodori, 2009). Successivamente si considerano i componenti straordinari con rilevanza finanziaria (fonti se prevalgono i positivi, fabbisogni se prevalgono i negativi) per arrivare infine all’evidenziazione del pagamento imposte sul reddito. Il pagamento delle imposte (fabbisogno) è anch’esso ottenibile dal foglio di lavoro:

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Debiti Tributari	100	300		200	350(a)		150	
Imposte d’esercizio		350	350			350(a)	-----	-----

Figura 6: estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

In questo esempio, il pagamento di imposte ammonta a 150.

Ottenuto il Flusso Monetario della Gestione Reddittuale, è possibile passare alla seconda zona del Rendiconto, l’Area delle Attività di Investimento. Si tratta di mettere in evidenza, distinguendo tra immobilizzazioni materiali, immateriali e attività finanziarie, i relativi “flussi monetari che derivano da acquisizioni (fabbisogni) o disinvestimenti (fonti)” (Ferrarese, 2016). Anche in questo caso si proporranno due esempi al fine di rendere maggiormente chiara la dinamica, uno riguardante operazioni con oggetto gli impianti, l’altro con oggetto le attrezzature. Dalla nota integrativa emerge inoltre che il valore contabile netto dell’impianto è pari a 80, mentre quello delle attrezzature è pari a 70.

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Impianti	6000	6270	270		320 (b)	80 (c)	670	260
Fondo Ammortamento Impianti	1500	1430	70		80 (c)	180 (d)	-----	-----
Ammortamento Impianti		250	250		250 (a)	320 (b)	-----	-----
Plusvalenza su cessione impianti		180		180	180 (d)	250 (a)	-----	-----

Figura 7(a): estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Attrezzature	500	680	180		120 (f) 70 (g)	70 (g) -60 (h)	370	10
Fondo Ammortamento Attrezzature	450	380	70		50 (e)	120 (f)	-----	-----
Ammortamento Attrezzature		50	50			50 (e)	-----	-----
Minusvalenza su cessione attrezzature		60	60			60 (h)	-----	-----

Figura 7(b): estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

Dalle tabelle emerge che il flusso monetario connesso all'investimento realizzato in impianti ammonta a 670, mentre "l'entrata monetaria derivante dalla vendita" (Ferrarese, 2016) è 260. Con riferimento alle attrezzature invece il flusso monetario in uscita ammonta a 370, mentre quello in entrata derivante dal prezzo di cessione è 10.

L'ultimo aggregato del Rendiconto Finanziario è dato dal Flusso Monetario delle Attività di Finanziamento e "dà conto delle operazioni legate al finanziamento da parte dei terzi e legate alle fonti proprie derivanti da variazioni onerose del capitale sociale e dal pagamento di dividendi sull'utile del periodo precedente" (Ferrarese, 2016). Aumenti di capitale onerosi e accensione di nuovi finanziamenti verranno classificati come fonti, mentre diminuzioni onerose di capitale, pagamenti di dividendi e rimborsi di capitale di terzi saranno fabbisogni.

Anche in questo caso ci si può aiutare con il foglio di lavoro. Il primo esempio proposto riguarda un'accensione di una forma di finanziamento tramite titolo obbligazionario. La variazione di 1000 è però solo potenzialmente monetaria perché deve essere depurata dei 50 di crediti verso sottoscrittori, che non hanno consistenza di liquidità.

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Obbligazioni (capitale di terzi)	0	1000		1000	50 (a)			950
Obbligazionisti c/sottoscrizioni (credito finanziario)	0	50	50			50 (a)	-----	-----

Figura 8: estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

Il secondo esempio analizza invece i flussi derivanti dalla gestione del capitale proprio e dei dividendi sull'utile dell'esercizio precedente. In questo caso la variazione "fonte" della riserva è monetariamente fittizia in quanto ottenuta tramite riposizionamento degli utili. La differenza dell'utile non destinata a riserva rappresenta perciò il pagamento dei dividendi, flusso fabbisogno rivolto agli azionisti, veri e propri "residual claimers" (Giorni, Fogliata, 2016).

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Utile X0	700	0	700			600 (a)	100	
Riserve	1800	2400		600	600 (a)		-----	-----

Figura 9: estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

Il terzo esempio propone invece un'operazione di finanziamento tramite aumento di capitale sociale in forma "reale" (Cian, 2014). La variazione contabile del capitale sociale di 900 non è però interamente espressione di cassa: 300 è ottenuto con utilizzo della riserva legale, 500 con un conferimento di partecipazione e, dei restanti 100, ne vengono incamerati solo 30 perché 70 restano un credito verso soci per versamento ancora dovuto. Per quanto riguarda l'utile di 280, 150 sono stati destinati a riserva mentre 130 a dividendi, dove però per trovare i dividendi pagati (50) bisogna depurare per il valore di soci conto dividendi.

	X0	X1	Fabbisogno	Fonte	+	-	Fabbisogno	Fonte
Capitale Sociale	1000	1900		900	300 (c) 500 (d) 70 (e)			30
Conferimento Partecipazione	0	500	500			500 (d)	-----	-----
Crediti v/soci Per versamenti ancora dovuti	0	70	70			70 (e)	-----	-----
Riserva legale	700	550	150		150 (a)	300 (c)	-----	-----
Utile X0	280	0	280			150 (a) 80 (b)	50	
Soci c/dividendi (debito finanziario)	0	80		80	80 (b)		-----	-----

Figura 10: estratto di foglio di lavoro (fonte: elaborazione propria)

## Confronto tra modelli legali: OIC 10 e IAS 7

Esistono dei modelli di Rendiconto Finanziario previsti dal Legislatore, definibili pertanto come strutture formali legali. Il Legislatore italiano propone il proprio modello attraverso il Principio Contabile OIC 10 mentre lo IASB propone il proprio avvalendosi dello IAS 7<sup>5</sup>. L'OIC 10 trova la propria formalizzazione a partire dall'art.2425-ter del Codice Civile il quale afferma che “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 investimento, da quella di finanziamento, ivi comprese, le operazioni con soci”. I principi contabili internazionali spiegano invece che “l'informazione sui flussi di cassa permette ai lettori dei bilanci d'esercizio di comprendere l'abilità dell'impresa di generare cassa ed equivalenti di cassa e dei bisogni dell'azienda di utilizzare tali flussi” (IAS 1, paragrafo 111).

Per quanto la funzione identificata dai due modelli sia la stessa, esistono tuttavia delle differenze a partire dalla tipologia di risorsa finanziaria scelta. I principi nazionali adottano infatti come grandezza di riferimento del Rendiconto le disponibilità liquide, affermando che “il rendiconto finanziario è un prospetto contabile che presenta le variazioni, positive o negative, delle disponibilità liquide avvenute in un determinato esercizio” (OIC 10, paragrafo 9). I principi internazionali invece scelgono come grandezza la cassa e gli equivalenti della cassa, dove con la prima intendiamo tutti i valori in cassa ed i depositi a vista mentre con la seconda ci si riferisce a “tutti gli investimenti a breve termine, altamente liquidi che sono prontamente convertibili in moneta e non soggetti ad un significativo rischio di cambiamento nel valore” (IAS 7, paragrafo 6). Entrambi i modelli propongono una struttura tripartita, collocando distintamente i flussi finanziari in tre possibili aree: attività operativa (o gestione reddituale), attività di investimento ed attività di finanziamento.

I flussi finanziari dell'attività operativa sono definiti dall'OIC 10 (paragrafo 26) come “i flussi che derivano dall'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e dalla fornitura di servizi” mentre per lo IAS 7 essi sono i flussi connessi alle “principali attività di produzione di ricavi dell'azienda”. I due modelli utilizzano però diversa metodologia di determinazione dei flussi della gestione reddituale. Infatti l' OIC 10, pur accettando sia il metodo indiretto che quello diretto, tende a preferire il primo mentre lo IAS 7 evidenzia una preferenza per il metodo

---

<sup>5</sup> Lo IAS 7 come tutti i principi contabili internazionali deve essere applicato dalle società quotate, dagli intermediari finanziari, dagli istituti di credito, dalle società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, dalle SIM, dalle SGR...



diretto. L'OIC 10 (paragrafi 29-30) propone infatti di partire dal risultato economico d'esercizio, correggerlo con gli elementi esterni alla gestione caratteristica (imposte, interessi passivi ed attivi, dividendi, plusvalenze o minusvalenze), ottenendo così il Risultato d'esercizio prima di imposte sul reddito, interessi, dividendi e plusvalenze/minusvalenze da cessione. Successivamente tale aggregato andrà rettificato tenendo conto degli elementi che, seppur inerenti alla gestione caratteristica, hanno natura non monetaria (ammortamenti, accantonamenti a fondi rischi ed oneri, accantonamento a fondo TFR, svalutazioni). L'aggregato ottenuto, il Flusso finanziario prima delle variazioni di CCNO, è espressione del flusso monetario potenziale creato dalla gestione operativa che diventerà effettivo solo se corretto con la variazione di CCNO avvenuta nel corso dell'esercizio. A questo punto sarà sufficiente considerare le residue movimentazioni monetarie (interessi pagati o incassati, dividendi incassati, imposte pagate, utilizzo fondi) per giungere al primo aggregato ricercato: il Flusso Finanziario dell'Attività Operativa. Lo IAS 7 (paragrafo 19) motiva invece la preferenza del metodo diretto (ossia considerando gli incassi ed i pagamenti senza passare per il flusso potenziale poi rettificato dalla variazione di CCNO) poiché tale metodo fornisce informazioni utili per stimare i flussi finanziari futuri.

La seconda zona del Rendiconto accoglie i flussi finanziari connessi alle attività di investimento, definiti dall'OIC 10 (paragrafo 32) come “i flussi che derivano dall'acquisto e dalla vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate”. Lo IAS 7 (paragrafo 16) li definisce invece come quei “pagamenti o quegli incassi che derivano dalla negoziazione delle risorse dalle quali ci si attendono i futuri redditi ed i futuri flussi finanziari”. L'OIC 10 precisa che di tali flussi ne deve essere data una separata indicazione, ossia i pagamenti effettuati per l'acquisto di una certa immobilizzazione devono essere indicati distintamente rispetto agli incassi derivanti da cessioni di beni attinenti alla medesima categoria (non è ammessa in sostanza la compensazione tra pagamento ed incasso). L'OIC 10 richiede inoltre che i flussi d'acquisto di immobilizzazioni siano espressione del prezzo d'acquisto al netto dell'eventuale variazione del conto debiti verso fornitori per immobilizzazioni così come nel caso di vendita di immobilizzazione andrà indicato il prezzo di cessione pattuito al netto dell'eventuale credito concesso al cliente. In modo separato va inoltre espresso il flusso finanziario attinente all'acquisto o cessione di rami d'azienda, tramite l'indicazione del corrispettivo pagato/incassato al netto delle disponibilità liquide acquisite o dismesse.

L'ultimo aggregato di tali modelli è il Flusso Finanziario dell'Attività di Finanziamento. L'OIC 10 (paragrafo 38) definisce tali flussi come quelli che “derivano dall'ottenimento o

dalla restituzione di disponibilità liquide sotto forma di capitale di rischio o di capitale di debito”. Con riferimento ai mezzi di terzi si dovranno considerare l'accensione di nuovi finanziamenti ed il rimborso di finanziamenti esistenti; mentre con riferimento al capitale proprio flussi positivi saranno l'aumento oneroso di capitale e la cessione di azioni proprie mentre flussi negativi saranno il rimborso di capitale, l'acquisto di azioni proprie ed i dividendi pagati agli azionisti. Similmente lo IAS 7 collega tali flussi alle “operazioni che derivano da cambiamenti nella dimensione e nella composizione del capitale proprio e di prestito dell'azienda.”

	X0	X1		X0	X1
<b>A. Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa (metodo indiretto)</b>			<b>B. Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento</b>		
Utile (perdita) dell'esercizio			<i>Immobilitazioni materiali</i>		
Imposte sul reddito			(Investimenti)		
Interessi passivi (interessi attivi)			Disinvestimenti		
(Dividendi)			<i>Immobilitazioni immateriali</i>		
(Plusvalenze)/minusvalenze derivanti dalla cessione di attività			(Investimenti)		
			Disinvestimenti		
<b>1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione</b>			<i>Immobilitazioni finanziarie</i>		
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto</i>			(Investimenti)		
Accantonamenti ai fondi			Disinvestimenti		
Ammortamenti delle immobilizzazioni			<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>		
Svalutazioni per perdite durevoli di valore			(Investimenti)		
Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie di strumenti finanziari derivati che non comportano movimentazione monetaria			Disinvestimenti		
Altre rettifiche per elementi non monetari			<i>(Acquisizione di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide)</i>		
			<i>Cessione di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide</i>		
<b>2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn</b>			<b>Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)</b>		
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>			<b>C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento</b>		
Decremento/(incremento) delle rimanenze			<i>Mezzi di terzi</i>		
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti			Incremento (decremento) debiti a breve verso banche		
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori			Accensione finanziamenti (Rimborso finanziamenti)		
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi			<i>Mezzi propri</i>		
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi			Aumento di capitale a pagamento (Rimborso di capitale)		
Altre variazioni del capitale circolante netto			Cessione (acquisto) di azioni proprie (Dividendi (e acconti su dividendi) pagati)		
			<b>Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)</b>		
<b>3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn</b>			Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)		
<i>Altre rettifiche</i>			<b>Effetto cambi sulle disponibilità liquide</b>		
Interessi incassati (pagati)			<b>Disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio</b>		
(Imposte sul reddito pagate)			di cui:		
Dividendi incassati (Utilizzo dei fondi)			depositi bancari e postali		
Altri incassi/pagamenti			assegni		
			denaro e valori in cassa		
<b>Flusso finanziario dell'attività operativa (A)</b>			<b>Disponibilità liquide alla fine dell'esercizio</b>		
			di cui:		
			depositi bancari e postali		
			assegni		
			denaro e valori in cassa		

Figura 11: modello legale (fonte: OIC 10, D.lgs. 139/2015)

## Dal Conto Economico al Rendiconto Finanziario

Pur nella loro diversa modalità espositiva, tutti i modelli di Rendiconto Finanziario condividono l'obiettivo di descrivere la capacità dell'azienda di generare un equilibrio finanziario, in particolare monetario, tramite la creazione della maggior liquidità possibile. La dinamica monetaria di un'azienda è perciò rappresentabile con un'efficace immagine (Giorni, Fogliata, 2016): l'azienda come una vasca che deve riempirsi di liquidità. Solo se l'azienda dispone di liquidità essa potrà dare soddisfazione ai soggetti con cui si relaziona. Nel rapporto impresa-istituto di credito la disponibilità di liquidità è infatti indizio di capacità monetaria di rimborso ed è quindi più probabile che una banca le conceda un fido a sostegno di determinati investimenti e progetti, con minore richiesta di garanzia (pegno, ipoteca); la cassa è inoltre fondamentale perché tramite essa l'azienda può adempiere al pagamento periodico delle rate di un mutuo dimostrando affidabilità, merito e incentivo ad un eventuale rinnovo del finanziamento. Nel rapporto impresa-fisco la liquidità serve per il pagamento delle imposte, che oggi sono pagabili nella loro totalità attraverso il modello F24 presentato per lo più telematicamente. Inoltre la liquidità permette di pagare gli utilizzi del Fondo TFR al momento dell'estinzione del rapporto di lavoro subordinato e permette inoltre di distribuire dividendi ai propri soci. Insomma la liquidità è linfa vitale per un'azienda, ossia "sostanza" che se scorre all'interno dell'azienda le permette di adempiere a tutte le proprie funzioni essenziali. Nel momento in cui l'azienda riesce a disporre di flussi di liquidità riuscirà anche ad incrementare il proprio valore, divenendo più appetibile sul mercato e riuscirà ad ottenere dei finanziamenti a condizioni più favorevoli in quanto meno rischiosa. Ad esempio nel caso delle aziende quotate il prezzo delle azioni fa riferimento ai flussi di cassa in quanto è dato dalla seguente formula:

$$P = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1+r_E)^N} + \frac{P_N}{(1+r_E)^N}$$

La formula (Berk J., 2015) evidenzia che il prezzo di un'azione di una società quotata dipende dalla prospettiva dei dividendi che l'azienda pagherà a coloro che hanno apportato capitale proprio. Tanto maggiore è questa prospettiva, tanto maggiore è la performance attesa della società e tanto più il prezzo di mercato rifletterà tale valore. E, come sappiamo, i dividendi sono flussi di cassa connessi alla gestione dei finanziamenti.

Un'azienda carente di liquidità entra infatti in crisi, correndo il rischio di non assolvere ai pagamenti previsti: incapacità di rimborsare i finanziamenti ottenuti o versare le imposte

dovute al Fisco. Nel primo caso le verranno applicati tassi d'interesse più elevati, riducendo la sostenibilità economica del debito con peggioramento della prospettiva reddituale dell'azienda. In ultima istanza l'istituto di credito potrà applicare l'art.2910 Codice Civile, "espropriando i beni del debitore" e soddisfacendosi sul ricavato ottenuto dalla loro vendita forzata, sulla base di una sentenza del giudice o di uno strumento negoziale immediatamente esecutivo (cambiale, assegno bancario). Nel secondo caso invece l'inadempimento nei confronti dell'Amministrazione Finanziaria circa il pagamento delle imposte (IRES, IRAP ed IVA) causa un'evasione da riscossione, permettendo all'Agenzia delle Entrate di emettere l'avviso di accertamento, un provvedimento impositivo ed esattivo. Impositivo perché attraverso di esso si comunica il mancato corretto adempimento dell'obbligazione tributaria da parte del contribuente, esattivo perché già con esso si intima al pagamento, da effettuarsi entro 60 giorni dalla notifica dell'atto.



Figura 12: immagine (Giorni, Fogliata, 2016)

Ritornando quindi sull'immagine dell'azienda presentata all'inizio di questo paragrafo, la liquidità può derivare dal MOL (rubinetto principale) o da altre fonti. Queste altre "gocce" (annaffiatoio) di liquidità in entrata sono derivanti da disinvestimenti fissi, accensione nuovi finanziamenti, entrate eccezionali, rimborsi fiscali, aumenti onerosi di capitale. La maggior parte della liquidità deve però provenire dalla dinamica reddituale dell'azienda, ossia dal MOL. E' cioè necessario che l'azienda sia in grado di raggiungere prima di tutto una situazione di equilibrio economico perché tale risultato positivo si presenta come un potenziale ingresso di cassa. Non tutta la liquidità potenziale diventa però, come già visto, liquidità effettiva perché è necessario confrontare il Flusso Finanziario di CCN, ossia l'autofinanziamento derivante dal Conto Economico, con la variazione di CCNO. Quest'ultima, descrivibile come una spugna,

permette di capire per quanta parte la liquidità potenziale è poi diventata effettiva. Scopo primario del Rendiconto Finanziario è infatti quello di “verificare che il risultato economico potenziale diventi risultato effettivo, ovvero cassa spendibile per l’impresa” (Fogliata, Giorni, 2016). Una volta ottenuta la liquidità, l’azienda può utilizzarla per affrontare i propri fabbisogni, quali investimenti fissi, rimborsi di debiti, versamento di imposte, uscite eccezionali, pagamento dividendi, rimborso riserve patrimoniali (rubinetto in uscita)...

Tutti i modelli di Rendiconto analizzati condividono inoltre il medesimo punto di partenza: la dinamica reddituale. Infatti la mancanza di un equilibrio economico si riverbera anche sulla situazione finanziaria di un’impresa, visto che i costi sono esprimibili come “il valore monetario delle risorse impiegate per la realizzazione dei processi di produzione economica messi in atto dalle aziende” (Ceccherelli, 1936) mentre i ricavi come fonti potenziali di liquidità. Nel momento in cui i costi di un’azienda non sono adeguatamente coperti dai ricavi, questi generano un “dissanguamento” di liquidità. Si potrebbe paragonare il buon andamento economico ad un buon stato di salute esteriore dell’azienda ma poi, per analizzare lo stato di salute “interno”, serve il “check-up” diagnostico della dinamica finanziaria. Un’azienda potrebbe infatti creare un utile a conto economico ma essere in carenza di liquidità: a che servirebbe essere produttivi di ricchezza potenziale se poi non si è in grado di tramutarla in ricchezza effettiva? Esiste infatti un detto che afferma: “Il fatturato è vanità, il profitto è ragionevolezza ma la cassa è realtà”, a testimonianza del fatto che solo tramite l’effettività della cassa l’azienda può adempiere alle proprie funzioni vitali.

Oltretutto la rappresentazione dei flussi di cassa di un’azienda è una rappresentazione oggettiva, reale e certa, che non risente di una serie di tipiche valutazioni soggettive delle quali il Conto Economico invece risente. Tali determinazioni soggettive sono attinenti ad alcune poste contabili che, per loro natura, sono manipolabili discrezionalmente dal management e realizzano le cosiddette politiche di bilancio. Tra gli esempi di possibili manipolazioni del Conto Economico, al fine di far emergere un maggior utile, possiamo analizzare le scelte dell’imprenditore circa il valore da attribuire alle rimanenze, alle quote di ammortamento ed agli accantonamenti per svalutazione crediti.

Con riferimento alle rimanenze il Codice Civile afferma che “sono iscritte al costo di acquisto o di produzione, ovvero al valore di realizzazione desumibile dall’andamento del mercato, se minore” (art.2426, comma 9). Spesso comunque accade che il magazzino sia costituito da quantità di beni fungibili, ossia composte da unità tra loro perfettamente omogenee e sostituibili. In quest’ultimo caso la valorizzazione delle rimanenze può avvenire secondo la

tecnica del LIFO, del FIFO o della media ponderata. Con il LIFO “le quantità acquistate o fabbricate più recentemente sono le prime ad essere utilizzate in produzione o ad essere vendute, per cui restano in magazzino le quantità più vecchie” (Cerbioni, Cinquini, Sostero, 2015). Con il FIFO invece la scelta primariamente ricade sulle quantità acquistate o fabbricate meno recentemente, lasciando in magazzino le quantità entrate per ultime. Con il metodo della media ponderata invece la valutazione del magazzino avviene attraverso una media ponderata dei costi di approvvigionamento poiché le quantità non sono singolarmente individuabili. La scelta discrezionale di un metodo piuttosto che un altro influenza il valore attribuito a Conto Economico delle rimanenze e perciò l’utile. Il Rendiconto non è però influenzato da queste scelte: ad esempio, se l’imprenditore decidesse di gonfiare il valore delle rimanenze di prodotti finiti, egli otterrà un maggior Valore della Produzione e, conseguentemente, un MOL più alto. L’aumento del MOL (e quindi della liquidità potenziale) viene però accompagnato da un incremento del CCNO, dove quest’ultima variazione risulta assorbire più liquidità: il flusso di cassa derivante non cambia.

Lo stesso discorso vale con riferimento agli ammortamenti ed agli accantonamenti per svalutazione crediti, i quali si presentano come valori frutto di una congettura dell’imprenditore. Quest’ultimo infatti, al fine di aumentare l’utile, potrebbe ridurre le relative quote (minori fabbisogni) senza modificare il risultato della dinamica finanziaria, poiché rispettivamente si verifica un maggior valore delle immobilizzazioni e dei crediti (maggiori fabbisogni).

## La centralità della cassa nel rapporto banca-impresa

Il rapporto banca-impresa si inquadra nell’esigenza dell’azienda di ottenere un finanziamento a soddisfazione dei propri fabbisogni caratteristici o extra- caratteristici. Nel caso in cui il fabbisogno derivi dalla gestione caratteristica non corrente si ricorrerà a forme di finanziamento a medio- lungo termine, quali ad esempio il mutuo o il leasing. Se il fabbisogno deriva invece dalla gestione caratteristica corrente l’azienda necessita di risorse finanziarie nell’ambito dello svolgimento delle attività ripetitive di acquisto, produzione e vendita tipiche. A questo proposito, al fine di ottenere il ciclo monetario (CM= durata media crediti di gestione + durata media magazzino- durata media debiti di gestione), serve considerare:<sup>6</sup>

$$\text{Durata Media Crediti Commerciali} = \text{Ciclo del Credito (CC)} = \frac{\text{Crediti v/clienti}}{\text{Ricavi}} \times 360$$

<sup>6</sup> Per esigenze semplificative gli indici di durata trascurano l’effetto IVA

$$\text{Durata Media Debiti Commerciali} = \text{Ciclo del Debito (CD)} = \frac{\text{Debiti v/fornitori}}{\text{Acquisti di beni e servizi}} \times 360$$

$$\text{Durata Media Magazzino} = \text{Ciclo Rimanenze (CR)} = \frac{\text{Rimanenze}}{\text{Consumi}} \times 360$$

Ponendo al denominatore di CC, CD e CR i ricavi di vendita (semplificazione), ne deriva che:

$$\text{CM} = \frac{\text{Crediti v/clienti} + \text{Rimanenze} - \text{Debiti v/fornitori}}{\text{Ricavi}} \times 360$$

$$\text{Allora: Crediti commerciali} + \text{Rimanenze} - \text{Debiti Commerciali} = \frac{\text{Ricavi}}{360} \times \text{CM}$$

$$\text{Da cui: CCNC} = \frac{\text{Vendite}}{360} \times \text{CM}$$

L'equazione ottenuta dimostra che un aumento del CCNC (fabbisogno da finanziare) può essere una fisiologica conseguenza di un aumento delle vendite oppure in alternativa di un peggioramento del Ciclo Monetario, dove tale peggioramento può essere dovuto ad una minore capacità di convertire i crediti commerciali e le rimanenze in liquidità o ad una minore capacità di ottenere posticipazioni di pagamento dal fornitore. Essendo il CCNC connesso allo svolgimento delle tipiche attività aziendali, le operazioni di finanziamento connesse ad esso sono definibili come autoliquidanti, ossia finanziamenti che dovrebbero “estinguersi al termine dello specifico ciclo produttivo” considerato (Polato, 2015). Il fabbisogno finanziato da un'operazione autoliquidante può essere collegato alla gestione del credito commerciale al fine di ottenere uno smobilizzo del portafoglio crediti (sconti, anticipazioni salvo buon fine e factoring) oppure può essere connesso alla dimensione del magazzino ed ai tempi medi di stoccaggio (anticipazione su pegno). In entrambi i casi l'accensione di un finanziamento autoliquidante a breve termine possiede la finalità di convertire crediti commerciali o rimanenze più rapidamente in liquidità.

## Variabili chiave

**Dinamica reddituale:** Al fine di creare i presupposti per il raggiungimento dell'equilibrio finanziario- monetario serve partire da una situazione di equilibrio reddituale. La presenza di un risultato economico d'esercizio positivo rappresenta però soltanto un potenziale indicatore di presenza di liquidità in azienda.

**Dinamica finanziaria- monetaria:** riguarda la concreta ed effettiva creazione di risorse liquide per un'azienda, analizzando i flussi in entrata ed in uscita dei mezzi finanziari.

**Politiche di crescita:** si riferiscono alle decisioni strategiche a livello corporate, utili alle aziende che vogliono migliorare le proprie prestazioni.

**Operazioni straordinarie:** si tratta di scelte indotte da cambiamenti a livello di organizzazione e strategia aziendale. Il carattere della straordinarietà riflette la non ripetibilità dell'operazione, generando uno stacco con il passato.

**Capitale Proprio:** rappresenta il valore apportato dai soci in un'azienda all'atto della costituzione. Eventuali successivi apporti possono essere finalizzati a sostenere percorsi di sviluppo dell'azienda e riflettono la fiducia dei soci ai progetti intrapresi.

**Operazioni autoliquidanti:** si tratta di finanziamenti a breve termine concessi da un istituto di credito per convertire una quota di circolante (crediti commerciali o magazzino) in liquidità. Si definiscono autoliquidanti in quanto si presuppone che il loro rimborso avvenga nel momento in cui si chiuderà il ciclo produttivo così finanziato.

**Capacità di credito:** si riferisce all'idoneità di un'azienda ad ottenere un finanziamento da un istituto di credito, in particolare a medio- lungo termine. Richiede un'attenta analisi circa le prospettive reddituali, la sostenibilità economica del debito, il rischio d'insolvenza e la periodica capacità di rimborso.

**Politiche di vendita:** sono le scelte strategiche adottate dall'azienda con riferimento al mercato con cui relazionarsi, ai volumi di vendita praticati ed ai prezzi applicati.

**Gestione dei costi:** consiste nelle modalità con cui l'azienda punta a contenere i costi attraverso due possibili alternative: minimizzarli in sede di acquisto delle risorse oppure ridurre i consumi tramite incrementi di efficienza. La prima alternativa è scelta se l'azienda offre un prodotto con caratteristiche standard, la seconda se il prodotto offerto è altamente differenziato.

**Gestione magazzino:** implica la capacità di far ruotare le rimanenze più velocemente, convertendole più rapidamente in vendite, evitando così inutili e dispendiosi tempi morti di giacenza.

**Gestione credito commerciale:** indica l'esigenza di maturare nei confronti del cliente un potere contrattuale tale da vincolarlo alle tempistiche di pagamento scelte dall'azienda.

**Gestione debito commerciale:** consiste nella capacità di ottenere dilazioni di pagamento dal fornitore, evitando un esborso immediato di cassa.

**Ciclo Monetario:** misura lo sfasamento temporale che intercorre tra i tempi in cui mediamente l'azienda incassa e quelli in cui mediamente paga.



**Variazione CCNO:** grandezza necessaria per tradurre le potenzialità derivanti dalla dinamica reddituale in disponibilità effettiva di liquidità.

**Gestione caratteristica:** rappresenta l'attività tipica dell'azienda, il suo core business, volta a realizzare l'oggetto dell'impresa.

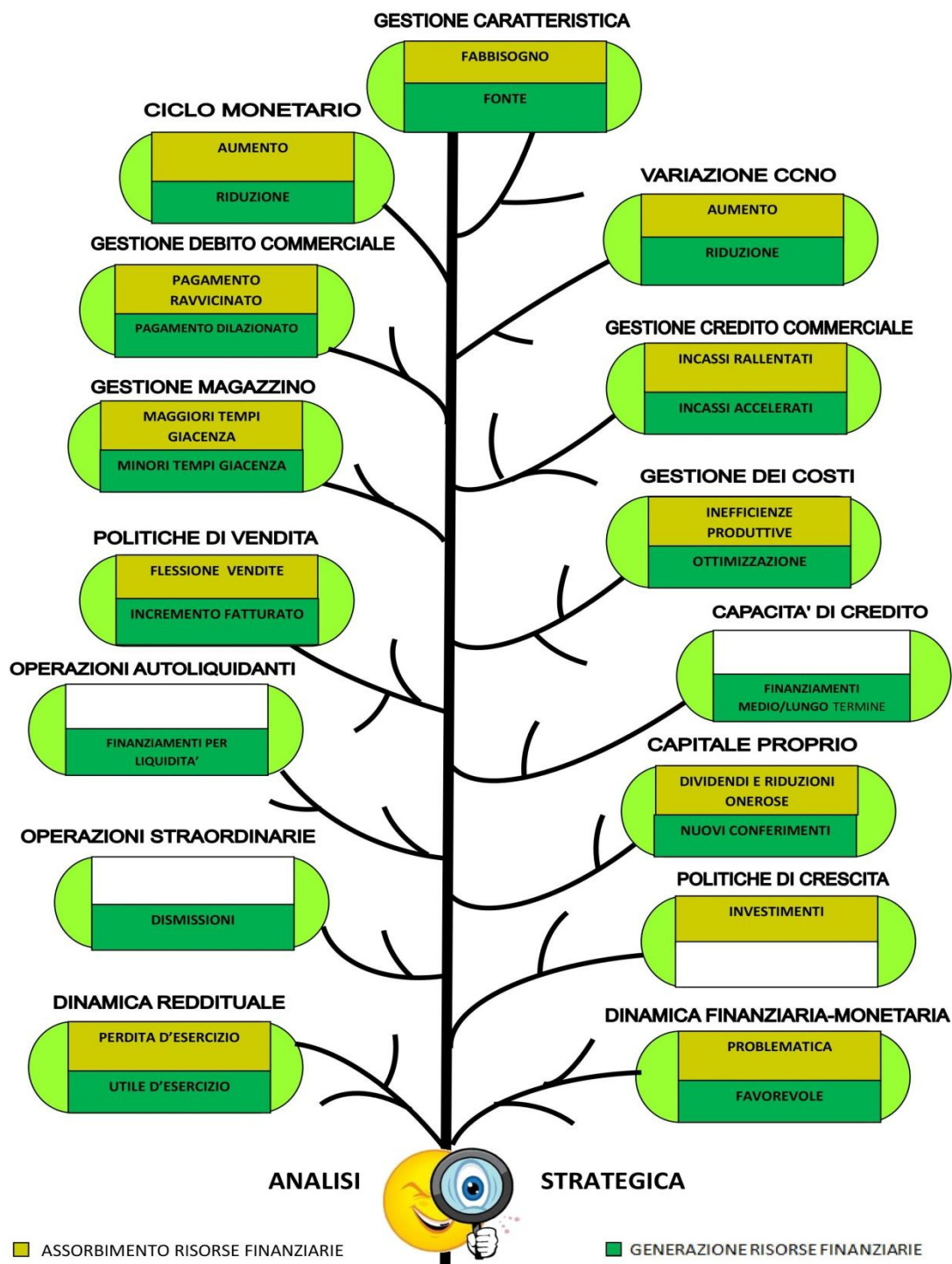


Figura 13: rappresentazione ad albero variabili (fonte: elaborazione propria)

## Capitolo 2: Slurp Srl<sup>7</sup>

### Presentazione Azienda



Slurp Srl è un'azienda operante nel settore della produzione di mangimi per animali da allevamento, quali bovini da latte e suini. Si tratta di un'azienda lombarda, con sede in provincia di Brescia, la cui storia si sviluppa come quella di una tipica impresa a conduzione familiare in grado di coniugare tradizione e attitudine all'innovazione. Nasce su intuizione del suo fondatore, padre dell'attuale Amministratore Delegato, grazie alla passione per la nutrizione animale. Egli era infatti un dirigente di un'importante azienda agricola e, a seguito di una serie di ricerche su mangimi per animali da reddito, decise di costruire la propria azienda. Da quel momento parte la storia di Slurp Srl, avente come core business la produzione di mangimi per bovini e suini, rinnovatasi recentemente con l'ingresso della nuova generazione dei nipoti.

### Il settore mangimistico

Il settore mangimistico è caratterizzato da una domanda fortemente condizionata dal consumo nazionale di carni, salumi, latte e derivati, uova. Tali consumi hanno avuto nel recente periodo un forte trend decrescente per effetto di scandali sanitari (ad esempio la “mucca pazza”) ed emergenze sanitarie (influenza suina) che hanno sviluppato orientamenti alimentari sempre più focalizzati sullo sviluppo di diete basate su proteine vegetali. In particolare le tipologie di carne maggiormente colpite da questa flessione della domanda sono state la suina e la bovina. Tra il 2013 ed il 2014 il consumo nazionale di carne suina è infatti diminuito del 3.1% mentre quello di carne bovina del 3.3%.

TIPI DI CARNE	2013		2014		Var. % sul 2013
	tonnellate	%	tonnellate	%	
Carne suina	2.409.500	48,6	2.334.700	48,1	-3,1
Carne bovina	1.236.100	24,9	1.195.900	24,1	-3,3
Carni avicole	1.178.100	23,8	1.189.300	24,0	1,0
Carne di coniglio e selvaggina	41.500	0,8	39.800	0,8	-4,1
Carni ovi-caprine	49.600	1,0	58.100	1,2	17,1
Altri tipi di carni	41.600	0,8	36.000	0,7	-13,5
<b>TOTALE</b>	<b>4.956.400</b>	<b>100,0</b>	<b>4.853.800</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,1</b>

Figura 14: consumo nazionale di carni (fonte: Annuario Assalzo 2015)

<sup>7</sup> Nome di fantasia a tutela della riservatezza; si precisa che la trattazione del caso ha mantenuto i reali trend dei valori di bilancio, analizzati anche con elaborazioni personali coerenti ai modelli teorici economici.

In questo difficile contesto, si è aggiunto inoltre l'allarme diffuso da uno studio dell'Organizzazione Mondiale della Sanità a fine 2015 secondo il quale vi sarebbe una correlazione tra il cancro all'intestino e una dieta basata su proteine animali, quali carni rosse fresche (definite "potenzialmente cancerogene") e quali carni rosse lavorate (accertate invece come cancerogene). Tutto questo ha accentuato nel 2016 e nel 2017 la crisi del consumo nazionale di carne suina e bovina, ponendo al contrario i presupposti per un importante aumento del consumo di carne avicola, ritenuta coerente con un'immagine maggiormente salutista e dal prezzo più vantaggioso.

Dal punto di vista dell'offerta invece il settore mangimistico è caratterizzato da un'elevata frammentazione e perciò da un'importante concorrenza per la scarsa differenziazione di prodotto, per la competizione sul prezzo e per l'elevata volatilità delle materie prime. Queste ultime infatti presentano una notevole incidenza e la materia prima normalmente scelta per la produzione del mangime è il granturco, acquistato nel mercato nazionale o comunitario. Lo stesso prezzo di vendita del mangime è fortemente influenzato dalle quotazioni internazionali e dai prezzi delle materie prime. Le aziende operanti nel settore mangimistico hanno prevalentemente una piccola dimensione e in Italia sono particolarmente concentrate al Nord. I principali canali distributivi del prodotto sono per il 75% gli allevamenti.

### **La base: i documenti aziendali di riferimento**

L'elaborato si propone di analizzare il caso aziendale nella prospettiva dell'analista esterno, a partire da riclassificazioni di bilancio già elaborate da altri analisti. La Slurp Srl, per l'intero arco temporale considerato (2013-2017), ha predisposto i prospetti di Stato Patrimoniale e Conto Economico, affiancati dal Rendiconto Finanziario. Con riferimento a quest'ultimo l'azienda ha optato per il modello tradizionale, scegliendo come grandezza la liquidità lorda in senso stretto, ossia le sole disponibilità liquide. Il mio studio partirà quindi da una nuova riclassificazione in forma funzionale dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico e da una rielaborazione dal punto di vista formale dei prospetti di Rendiconto<sup>8</sup>. L'elaborato così cercherà di offrire una valutazione sullo stato di salute complessivo dell'azienda. Il giudizio verrà sviluppato attraverso l'osservazione del ruolo giocato da alcune variabili chiave, la cui ottimizzazione può apportare effetti benèfici sulla dinamica reddituale e, soprattutto, su quella finanziario- monetaria.

---

<sup>8</sup> Si precisa che le tabelle di Rendiconto Finanziario accolgono le voci economiche extra-caratteristiche direttamente sottoforma di flussi finanziari, senza subire eventuali rettifiche da foglio di lavoro.

<b>Conto Economico</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ricavi	43.051.250	41.395.433	90.251.644	104.000.000	104.000.000
Altri proventi	59.974	57.667	163.241	300.000	300.000
VALORE DELLA PRODUZIONE	43.111.224	41.453.100	90.414.885	104.300.000	104.300.000
Acquisti MTP	35.814.006	34.436.544	74.382.350	83.613.219	83.613.219
Variaz. Rimanenze MTP e MERCI	44.367	42.661	-190.988	26.781	0
CONSUMI INDUSTRIALI	35.858.373	34.479.205	74.191.362	83.640.000	83.613.219
Costi per servizi	3.496.808	3.232.997	6.410.223	7.672.803	7.672.803
Altri costi gestione caratteristica	1.347.401	1.295.578	2.754.346	4.487.285	4.487.285
COSTI ESTERNI	40.702.582	39.007.780	83.355.931	95.800.088	95.773.307
VALORE AGGIUNTO	2.408.642	2.445.320	7.058.954	8.499.912	8.526.693
Costo personale (compresa quota TFR)	1.684.697	1.619.901	5.378.313	6.090.311	6.090.311
MOL	723.945	825.419	1.680.641	2.409.601	2.436.382
Ammortamenti	49.600	49.600	217.632	699.462	699.462
Accantonamenti	0	0	0	0	0
EBIT caratteristico	674.345	775.819	1.463.009	1.710.139	1.736.920
Proventi Finanziari Netti	4.793	5.359	4.192	4.500	4.500
EBIT aziendale	679.138	781.178	1.467.201	1.714.639	1.741.420
Oneri Finanziari	210.900	287.602	389.504	417.093	400.000
RLC	468.238	493.576	1.077.697	1.297.546	1.341.420
Gestione Straordinaria	-32.801	26.414	67.100	30.500	0
RAI	435.437	519.990	1.144.797	1.328.046	1.341.420
Imposte	395.437	264.601	476.293	659.542	672.916
RN	40.000	255.389	668.504	668.504	668.504

<b>Stato Patrimoniale</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Rimanenze	2.220.533	2.177.872	2.368.860	2.342.079	2.342.079
Crediti verso clienti	20.458.654	23.393.028	26.169.122	25.150.685	25.150.685
Altri crediti funzionamento	989.654	1.302.050	2.637.682	2.867.820	2.146.262
ATTIVO CORRENTE OPERATIVO	23.668.841	26.872.950	31.175.664	30.360.584	29.639.026
Debiti verso fornitori	12.542.635	10.191.074	11.092.208	11.790.199	11.804.158
Altri debiti funzionamento	2.136.545	1.149.406	1.300.596	766.246	766.246
PASSIVO CORRENTE OPERATIVO	14.679.180	11.340.480	12.392.804	12.556.445	12.570.404
CCNO	8.989.661	15.532.470	18.782.860	17.804.139	17.068.622
Immob.immateriali nette	35.237	29.637	433.573	984.705	685.243
Immob.materiali nette	527.183	483.183	1.074.375	2.433.570	2.033.570
Immob.finanziarie (partecipazioni industriali)	6.517.820	4.517.820	3.270.491	3.033.156	3.033.156
ATTIVO IMMOB. OPERATIVO	7.080.240	5.030.640	4.778.439	6.451.431	5.751.969
Fondo TFR	850.000	1.042.579	1.640.476	2.707.011	3.212.011
PASSIVO CONSOLIDATO OPERATIVO	850.000	1.042.579	1.640.476	2.707.011	3.212.011
ATTIVO IMMOB.NETTO OPERATIVO	6.230.240	3.988.061	3.137.963	3.744.420	2.539.958
CAP.INV.NETTO GEST.CARATT.	15.219.901	19.520.531	21.920.823	21.548.559	19.608.580
Liquidità	159.752	178.621	139.734	150.000	150.000
ATTIVO CORRENTE NON OPERATIVO	159.752	178.621	139.734	150.000	150.000
CAP.INV.GEST.ACCESSORIA	159.752	178.621	139.734	150.000	150.000
CIN	15.379.653	19.699.152	22.060.557	21.698.559	19.758.580
PN	50.000	305.389	1.150.751	1.792.397	2.460.901
Finanziamenti breve termine	10.525.610	12.760.711	14.190.188	11.379.043	10.349.568
DF CORRENTI	10.525.610	12.760.711	14.190.188	11.379.043	10.349.568
Finanziamenti m/l termine	4.804.043	6.633.052	6.719.618	8.527.119	6.948.111
DF NON CORRENTI	4.804.043	6.633.052	6.719.618	8.527.119	6.948.111
TOTALE FONTI	15.379.653	19.699.152	22.060.557	21.698.559	19.758.580

<b>Rendiconto Finanziario 2014</b>	<b>Fabbisogni</b>	<b>Fonti</b>
Flusso finanz.ccn gest.caratt.		1.521.919
Variaz. CCNO	6.542.809	
Pagamento TFR	503.921	
<b>Flusso monet.gest.caratt</b>	<b>5.524.811</b>	
Gest. Accessoria		5.359
Pagamento OF	287.602	
Gestione Straordinaria		26.414
Pagamento imposte	264.601	
<b>Flusso monet.gest.extra-caratt.</b>	<b>520.430</b>	
<b>FLUSSO MONET.GEST.REDDITUALE</b>	<b>6.045.241</b>	
Disinvestimenti immob.finanz.		2.000.000
Invest.immob.immat.e materiali	0	
<b>FLUSSO MONET.GEST.INVESTIMENTI</b>		<b>2.000.000</b>
Accensione finanziamenti m/l term.		1.829.009
Aumento finanziamenti breve termine		2.235.101
Variazione Cap.Proprio	0	0
<b>FLUSSO MONET.GEST.FINANZIAMENTI</b>		<b>4.064.110</b>
<b>FLUSSI TOTALI</b>	<b>6.045.241</b>	<b>6.064.110</b>
<b>Variazione liquidità</b>	<b>18.869</b>	
<b>Totale a pareggio</b>	<b>6.064.110</b>	<b>6.064.110</b>

<b>Rendiconto Finanziario 2015</b>	<b>Fabbisogni</b>	<b>Fonti</b>
Flusso finanz.ccn gest.caratt.		2.684.709
Variaz. CCNO	3.250.390	
Pagamento TFR	406.171	
<b>Flusso monet.gest.caratt</b>	<b>971.852</b>	
Gest. Accessoria		4.192
Pagamento OF	389.504	
Gestione Straordinaria		67.100
Pagamento imposte	476.293	
<b>Flusso monet.gest.extra-caratt.</b>	<b>794.505</b>	
<b>FLUSSO MONET.GEST.REDDITUALE</b>	<b>1.766.357</b>	
Disinvestimenti immob.finanz.		1.247.329
Invest.immob.immat.e materiali	1.212.760	
<b>FLUSSO MONET.GEST.INVESTIMENTI</b>		<b>34.569</b>
Accensione finanziamenti m/l term.		86.566
Aumento finanziamenti breve termine		1.429.477
Variazione Cap.Proprio		176.858
<b>FLUSSO MONET.GEST.FINANZIAMENTI</b>		<b>1.692.901</b>
<b>FLUSSI TOTALI</b>	<b>1.766.357</b>	<b>1.727.470</b>
<b>Variazione liquidità</b>		<b>38.887</b>
<b>Totale a pareggio</b>	<b>1.766.357</b>	<b>1.766.357</b>

<b>Rendiconto Finanziario 2016</b>	<b>Fabbisogni</b>	<b>Fonti</b>
Flusso finanz.ccn gest.caratt.		3.476.136
Variaz. CCNO		978.721
Pagamento TFR	0	
<b>Flusso monet.gest.caratt</b>		<b>4.454.857</b>
Gest. Accessoria		4.500
Pagamento OF	417.093	
Gestione Straordinaria		30.500
Pagamento imposte	659.542	
<b>Flusso monet.gest.extra-caratt.</b>	<b>1.041.635</b>	
<b>FLUSSO MONET.GEST.REDDITUALE</b>		<b>3.413.222</b>
Disinvestimenti immob.finanz.		237.335
Invest.immob.immat.e materiali	2.609.789	
<b>FLUSSO MONET.GEST.INVESTIMENTI</b>	<b>2.372.454</b>	
Accensione finanziamenti m/l term.		1.807.501
Diminuzione finanziamenti breve termine	2.811.145	
Pagamenti dividendi	26.858	
<b>FLUSSO MONET.GEST.FINANZIAMENTI</b>	<b>1.030.502</b>	
<b>FLUSSI TOTALI</b>	<b>3.402.956</b>	<b>3.413.222</b>
<b>Variazione liquidità</b>	<b>10.266</b>	
<b>Totale a pareggio</b>	<b>3.413.222</b>	<b>3.413.222</b>

<b>Rendiconto Finanziario 2017</b>	<b>Fabbisogni</b>	<b>Fonti</b>
Flusso finanz.ccn gest.caratt.		2.941.382
Variaz. CCNO		735.517
Pagamento TFR	0	
<b>Flusso monet.gest.caratt</b>		<b>3.676.899</b>
Gest. Accessoria		4.500
Pagamento OF	400.000	
Gestione Straordinaria	0	0
Pagamento imposte	672.916	
<b>Flusso monet.gest.extra-caratt.</b>	<b>1.068.416</b>	
<b>FLUSSO MONET.GEST.REDDITUALE</b>		<b>2.608.483</b>
Disinvestimenti immob.finanz.		0
Invest.immob.immat.e materiali	0	
<b>FLUSSO MONET.GEST.INVESTIMENTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Rimborso finanziamenti m/l term.	1.579.008	
Diminuzione finanziamenti breve termine	1.029.475	
Variazione Cap.Proprio	0	0
<b>FLUSSO MONET.GEST.FINANZIAMENTI</b>	<b>2.608.483</b>	
<b>FLUSSI TOTALI</b>	<b>2.608.483</b>	<b>2.608.483</b>
<b>Variazione liquidità</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Totale a pareggio</b>	<b>2.608.483</b>	<b>2.608.483</b>

## Analisi strategica

Di fronte al contesto di pericolosa flessione della domanda, la Slurp Srl è riuscita nel 2015 ad attivare una pronta risposta alla crisi del settore, anticipando soprattutto il drastico peggioramento dello stesso derivante dall'allarme dell'OMS diffuso proprio nello stesso anno.

L'ingresso in azienda di una nuova generazione formata da studi universitari nel settore ha promosso una vera e propria svolta strategico- imprenditoriale, che però non ha snaturato l'impronta genetica della tradizione familiare. L'azienda non ha così ceduto all'attrazione della crescita del mercato avicolo e ha saputo invece focalizzarsi in una nicchia di mercato, un segmento di clienti aventi specifiche esigenze comuni e propensi a pagare un prezzo adeguato pur di ottenere la soddisfazione del proprio bisogno. Quindi la scelta è ricaduta su un'area produttiva a scarsa concorrenza: sulla produzione di alimenti zootecnici per bovini e suini nella fase di svezzamento. Attraverso la creazione di ricette mirate all'appetibilità ed alla digeribilità dell'alimento, studiate e sperimentate all'interno di un proprio laboratorio d'analisi con nuovo personale specializzato, si è posta particolare attenzione alla qualità del prodotto capace di "personalizzarsi" a seconda di ogni specifica richiesta del cliente. Contestualmente l'affinamento del grado di specializzazione degli stabilimenti e l'efficienza del sistema logistico hanno saldato il vincolo con l'allevatore, verso il quale è maturato un forte e notevole potere contrattuale. Il cliente- allevatore così si inserisce in un ingranaggio di efficienza produttiva ed eccellenza del prodotto, da cui gli diventa impossibile "divorziare", accettandone prezzi e tempistiche di pagamento.

L'impiego di materie prime selezionate e lo sviluppo di un'elevata professionalità hanno permesso all'azienda di raggiungere due obiettivi di forte valenza. Il primo riguarda l'adempimento delle sempre più vincolanti disposizioni normative comunitarie e nazionali in materia di produzione di alimenti zootecnici che richiedono l'etichettatura del prodotto per farne emergere la tracciabilità, ossia "la possibilità di ricostruire il percorso di un mangime attraverso tutte le fasi della produzione, della trasformazione e della distribuzione" (Assalzo, 2017). Il secondo riguarda invece la maggior valorizzazione della propria posizione geografica, dato che la pianura bresciana è inserita in uno dei comprensori agricoli più importanti d'Italia, proiettata oltre i confini regionali, verso il Consorzio del Prosciutto di Parma DOP, della Mortadella di Bologna IGP e dello Speck Alto Adige IGP. L'azienda ha così posto le basi per diventare uno dei primi anelli delle catene produttive di prodotti a marchio protetto, instaurando relazioni con allevatori inseriti in regimi di qualità ed attenti alla localizzazione geografica della produzione dell'alimento.

## Analisi delle variabili chiave

### **DINAMICA REDDITUALE (target generico)**

Nel 2014 l'azienda ha vissuto la stessa flessione del consumo nazionale di carni rosse, subendo una riduzione del fatturato riconducibile alle due variabili che lo compongono: quantità vendute e prezzo di vendita. Entrambe hanno registrato un percorso decrescente collegato l'uno con l'altro. La minore domanda ed il conseguente calo del volume delle vendite hanno costretto l'azienda a sopportare riduzioni di prezzo per garantirsi un volume d'affari accettabile. Parallelamente si è verificata una riduzione di tutti i costi esterni per effetto del minor volume produttivo. Si è verificato inoltre un calo del costo del personale causato dall'interruzione di alcuni rapporti di lavoro ritenuti eccedenti alle effettive esigenze produttive, come riscontrabile dal Rendiconto Finanziario nel flusso in uscita connesso agli utilizzi del Fondo TFR per un valore di 503.921. La dinamica reddituale connessa alla gestione caratteristica genera un margine del Valore Aggiunto non troppo elevato ma in linea con i valori benchmark del settore, data la notevole incidenza dei costi delle materie prime fino all'80% del fatturato, comprimendo di fatto notevolmente il Valore Aggiunto. Nonostante queste premesse l'azienda ha comunque chiuso il 2014 con un risultato d'esercizio, sia caratteristico che netto, positivo e soddisfacente. A fronte di ciò l'utile potenzialmente spendibile, ossia il Flusso Finanziario di CCN della gestione caratteristica corrente, ammontava a 1.521.919. Ciò significa che la gestione caratteristica, sotto il profilo reddituale, potenzialmente creava risorse finanziarie.

### **DINAMICA FINANZIARIA- MONETARIA (target generico)**

Sotto il profilo finanziario dinamico, ossia monetario, nel 2014 la gestione caratteristica si è dimostrata problematica per la mancata traduzione dell'utile potenzialmente spendibile in risorse finanziarie a causa dell'aumento di CCNO che, agendo come una spugna, ha assorbito interamente la liquidità di cui l'azienda avrebbe teoricamente potuto disporre. Questo incremento, derivato dall'aumento dei crediti verso clienti e dalla riduzione dei debiti verso fornitori, ha creato un fabbisogno di liquidità. L'aumento dei crediti commerciali obbligato dalle maggiori dilazioni concesse al cliente e la speculare riduzione dei debiti commerciali pretesa dai fornitori sono interpretabili alla luce della perdita di potere contrattuale dell'azienda colpita da una generale incertezza di tutta la propria catena del valore, a causa del prevedibile ma non quantificabile calo della domanda di prodotto finale da parte del consumatore. Conseguenza immediata di questo disequilibrio finanziario è l'incapacità della



gestione caratteristica ad essere una fonte di liquidità, configurandosi invece come un fabbisogno bisognoso di essere coperto con altre gestioni.

#### **DINAMICA REDDITUALE (target specifico)**

Il cambiamento strategico attuato nel 2015 ha permesso all'azienda di relazionarsi con una porzione molto più limitata e specifica di clientela, migliorando così i risultati connessi alla dinamica reddituale. Si considererà come periodo post-cambiamento l'arco temporale 2015-2017, osservando come fin da subito la gestione caratteristica abbia potuto raggiungere una situazione economica più performante. Già nel 2015 infatti l'EBIT caratteristico in termini assoluti ha presentato un notevole aumento principalmente collegato ad un incremento di fatturato più che proporzionale rispetto all'aumento dei costi industriali per esso necessari. Oltre al risultato economico derivante dalla gestione caratteristica l'azienda è riuscita inoltre a intraprendere un trend crescente del Valore Aggiunto, sia in termini assoluti che in termini relativi al fatturato, tramite guadagni di efficienza e una maggiore forbice tra il prezzo di vendita ed il costo di produzione. In tutto il triennio post-cambiamento l'azienda ha presentato un Flusso Finanziario di CCN della gestione caratteristica positivo, ponendo le basi per una conversione di questo in liquidità. E' proprio dal punto di vista finanziario- monetario che infatti si noteranno i principali effetti benèfici della scelta di specializzazione.

#### **DINAMICA FINANZIARIA- MONETARIA (target specifico)**

Come detto la scelta strategica attuata si è rivelata particolarmente vincente con riferimento alla situazione finanziaria dell'azienda, trasformatasi da problematica a favorevole. Nel 2016 e nel 2017 la gestione caratteristica aziendale è inquadrabile come una fonte di liquidità, ossia l'attività tipica crea risorse finanziarie concretamente disponibili ed utilizzabili a supporto di altre aree gestionali, quale ad esempio quella degli investimenti. Soltanto nel 2015 il Flusso Monetario della gestione Caratteristica è collocato tra i fabbisogni: ciò però non è un riflesso della medesima carenza di liquidità del 2014 ma è una ovvia e fisiologica conseguenza dei cambiamenti avvenuti nel 2015. Quando infatti un'azienda avvia delle politiche volte ad incrementare notevolmente il proprio fatturato rispetto al passato è naturale che cresca il valore dei crediti verso clienti a seguito delle maggiori dilazioni concesse su un maggior volume di vendita. L'incremento di questa variabile spiega perciò buona parte dell'aumento del CCNO del 2015, il cui effetto come sappiamo assorbe liquidità. A partire dal 2016 l'ammontare dei crediti commerciali va riducendosi e stabilizzandosi progressivamente sia per effetto di un costante fatturato che per la maturazione di un potere contrattuale nei confronti del cliente tale da definire le modalità di dilazione preferite dall'azienda.

Si può quindi affermare che la decisione strategica di cambiamento abbia avuto come principale conseguenza quella di stimolare la dinamica reddituale a convertirsi in liquidità. La domanda che quindi emerge sarà: **quali variabili hanno incentivato la dinamica reddituale a generare maggiore liquidità?**

Per cercare di far emergere delle risposte verranno prese in considerazione una per una le principali variabili, dimostrando come queste abbiano inciso positivamente o negativamente nella situazione di liquidità dell'azienda proposta.

#### **POLITICHE DI CRESCITA (target generico)**

Prima del cambiamento strategico le prospettive di crescita dell'azienda erano basse, anzi addirittura assenti. Di fronte ad un mercato in crisi per la flessione della domanda, l'azienda non riusciva a trovarne una via d'uscita poiché offriva un prodotto estremamente standardizzato, senza caratteristiche qualitative in grado di distinguerlo e di prevalere sulla concorrenza. L'azienda non disponeva infatti delle risorse che sarebbero state necessarie per adottare una nuova strategia focalizzata sull'eccellenza del prodotto, la quale avrebbe richiesto specifici investimenti. Come si nota dal Rendiconto Finanziario del 2014, il flusso finanziario per gli investimenti in nuovi asset produttivi era completamente assente poiché l'azienda non voleva aggravare l'ammontare dei flussi fabbisogno, già appesantito dalla mancata generazione di liquidità della gestione caratteristica.

#### **POLITICHE DI CRESCITA (target specifico)**

La specializzazione di nicchia intrapresa dall'azienda è inquadrabile come una politica di crescita, tanto qualitativa quanto relazionale. Dal punto di vista qualitativo l'azienda ha infatti servito al cliente un prodotto di valore riconosciuto e diverso rispetto al precedente, così in grado di identificarsi e fidelizzare l'acquirente. Dal punto di vista relazionale invece l'azienda ha teso una rete del valore fondata su relazioni più specifiche e solide con i clienti. Tutto ciò, proprio come richiede la teoria economica, è stato intrapreso con nuovi ed ingenti investimenti che hanno obbligato all'esborso di risorse finanziarie nella prospettiva di ottenerne un ritorno futuro remunerativo sotto il profilo monetario. L'azione di rinnovo è partita attraverso l'acquisto di immobilizzazioni materiali, affiancate da personale qualificato maggiormente retribuito, che hanno sviluppato una tecnologia adeguata sia per soddisfare gli standard qualitativi richiesti, sia per generare un programma di produzione all'avanguardia, evitando inutili sprechi e tempi morti. Questi cambiamenti della struttura produttiva sono osservabili dal Conto Economico, dove risulta un incremento degli ammortamenti e del costo

del personale. Il cambiamento è proseguito inoltre tramite l'acquisto di immobilizzazioni immateriali, quali brevetti, spese di ricerca e sviluppo, corsi di formazione e specializzazione del personale, per definire una propria immagine di sicurezza e attenzione alle proprietà qualitative, nutrizionali ed organolettiche delle produzioni di qualità. Il flusso finanziario connesso agli investimenti trova riscontro e visibilità nel Rendiconto Finanziario, sia del 2015 che del 2016. Nel 2017 l'azienda ha invece ritenuto di sospendere l'acquisto di beni pluriennali in quanto ha ritenuto di aver raggiunto un buon livello di stabilità e maturità, come confermato dalla capacità di mantenere costante il fatturato.

#### **OPERAZIONI STRAORDINARIE (target generico)**

Al fine di sopperire alla mancata liberazione di liquidità da parte della gestione caratteristica, nel 2014 l'azienda si è trovata costretta a generare risorse finanziarie tramite delle dismissioni di immobilizzazioni finanziarie. Tali dismissioni forzate hanno rappresentato degli ingressi di liquidità, mancanti però del carattere della ripetibilità in futuro, a differenza invece degli investimenti la cui fecondità in termini di cassa è pluriennale. L'operazione straordinaria di dismissione trova manifestazione nella seconda area del Rendiconto, quella dedicata alle attività d'investimento. In questo caso l'importo incassato per 2.000.000 è collocato tra le fonti.

#### **OPERAZIONI STRAORDINARIE (target specifico)**

Il passaggio ad una strategia di nicchia ha generato delle conseguenze anche con riferimento alle scelte aziendali in tema di operazioni straordinarie. Come visibile dal Rendiconto anche negli anni 2015 e 2016 l'azienda ha optato per la cessione di alcune immobilizzazioni finanziarie precedentemente possedute, per un importo di 1.247.329 nel 2015 e 237.335 nel 2016. Si tratta di partecipazioni in imprese di fornitura che l'azienda aveva acquistato in passato cercando di espandere il proprio potere contrattuale, secondo un criterio di generica produzione. Ora però la specializzazione nella fase di svezzamento ha imposto all'azienda di mantenere relazioni con i soli fornitori di materie prime funzionali alla nicchia di mercato scelta. Questo perché la "ricetta" per produrre un mangime destinato ad animali in fase di svezzamento è diversa rispetto a quella per un animale all'ingrasso, poiché sono richiesti cereali cotti e prodotti caseari di elevata qualità e maggiore digeribilità, non essendo ancora pienamente sviluppato l'apparato digerente dell'animale così "nutrito". Si può notare perciò che è cambiata la finalità connessa all'operazione rispetto al periodo precedente al cambiamento: se prima infatti i disinvestimenti erano forzati in quanto finalizzati a bilanciare la carenza di liquidità di altre gestioni, ora invece sono funzionali al nuovo progetto

imprenditoriale e permettono all'azienda di "autofinanziare" i propri investimenti, evitando un ingente ricorso all'indebitamento a medio- lungo termine, come accaduto nel 2015.

### **CAPITALE PROPRIO (target generico)**

Nel 2014, ossia prima della trasformazione strategica, l'azienda manifestava anche delle criticità sotto il profilo patrimoniale, ossia finanziario statico. La situazione era infatti problematica per una pericolosa sottocapitalizzazione, dovuta ad un disequilibrio tra il capitale proprio e l'ammontare del capitale di terzi, in particolare debiti finanziari. La consistenza del capitale proprio, ossia dei conferimenti apportati dai soci durante la vita aziendale rettificati delle variazioni successive connesse ai risultati della gestione economica, rappresentava infatti una ridotta fetta di fonti aziendali. La restante parte era infatti costituita da capitale di terzi, ottenuto con finanziamenti onerosi da rimborsare con una quota aggiuntiva di oneri finanziari. Il basso livello di patrimonializzazione aziendale rifletteva una scarsa fiducia dei soci nelle prospettive di crescita, poiché mancavano completamente i presupposti per intraprendere una serie di investimenti. Nel Rendiconto Finanziario del 2014 è infatti visibile che l'azienda non poteva fruire di flussi finanziari in entrata connessi ad aumenti onerosi di capitale. L'elevata esposizione debitoria accresceva inoltre il rischio d'insolvenza dell'azienda, divenendo sempre meno appetibile sul mercato e difficile da "finanziare". Conseguenza inevitabile di tale carenza di fonti proprie era l'elevata incidenza, rispetto all'EBIT aziendale, degli oneri finanziari richiesti dalla banca per concedere dei finanziamenti, peggiorando così la sostenibilità economica del debito.

### **CAPITALE PROPRIO (target specifico)**

La specializzazione di nicchia ha fatto crescere l'azienda coinvolgendo attivamente i soci che, apprezzando la scelta di realizzare un cambiamento senza però allontanarsi dal solco della tradizione familiare, hanno creduto nel progetto, sostenendolo e finanziandolo. Nel 2015 infatti il capitale proprio ha accolto un ingresso di liquidità pari a 176.858, che ha trasmesso fiducia e convinzione nei mezzi aziendali. Il finanziamento a titolo di capitale è stato inoltre realizzato nella prospettiva di ottenere successivamente dei dividendi, prospettiva avveratasi nell'anno successivo per un importo di 26.858. Questa maggiore partecipazione della proprietà ha avviato un percorso di rafforzamento patrimoniale che ha permesso all'azienda di ridurre il rischio d'insolvenza e di ottenere finanziamenti onerosi a tassi d'interesse meno gravosi. Il livello di capitalizzazione aziendale inoltre è cresciuto per effetto di un aumento, rispetto al passato, dei risultati economici del triennio 2015-2016-2017, che sono stati destinati all'accrescimento del patrimonio. Conseguenza primaria di questo cambiamento è

stato un positivo trend decrescente del Rapporto d'Indebitamento e del Gearing Ratio, rispettivamente il peso del Capitale di Terzi e dei Debiti Finanziari sul Patrimonio Netto.

#### **OPERAZIONI AUTOLIQUIDANTI (target generico)**

Poiché le operazioni autoliquidanti sono configurabili come finanziamenti a breve termine concessi da istituti di credito, l'ingresso di liquidità connesso ad esse è visibile tra le fonti dell'area delle attività di finanziamento del Rendiconto. Già nel 2014 l'azienda, al fine di convertire una porzione di circolante in liquidità, aveva ottenuto un finanziamento di questa tipologia per un importo di 2.235.101, in parte derivante dal rapporto con banche e in parte dal rapporto con un intermediario finanziario abilitato al factoring. Con riferimento alle banche, poiché non furono rinnovati alcuni anticipi su crediti sbf, l'operazione attivata era stata un'anticipazione bancaria. Quest'ultima consiste in un contratto con il quale una banca si obbliga a mettere a disposizione di un cliente una certa somma per un certo periodo ed il cliente, al fine di garantire il proprio adempimento, costituisce un pegno su certi beni mobili. In questo caso l'azienda, poiché la banca aveva ritenuto non certa la solvibilità, dovette mettere in pegno una certa quantità di beni materiali in rimanenza al fine di garantire il proprio adempimento, configurando l'operazione come un vero e proprio finanziamento di magazzino. Con riferimento invece al factoring, poiché i requisiti richiesti per i crediti presentati sono inferiori rispetto a quelli per un anticipo sbf o per uno sconto, l'azienda aveva affidato ad un factor una quota problematica di crediti commerciali. L'operazione era stata in particolare un cashing receivables (credit cash), poiché la cessione del credito al factor era stata accompagnata da un vero e proprio finanziamento per smobilizzo.

#### **OPERAZIONI AUTOLIQUIDANTI (target specifico)**

L'incremento di fiducia circa le prospettive future e l'instaurazione di relazioni commerciali con allevatori inseriti in regimi di qualità ha spinto le banche a concedere operazioni autoliquidanti all'azienda al fine di smobilizzare il portafoglio crediti, anche senza la necessità di costituire ingenti garanzie. Nel 2015 l'azienda ha infatti ottenuto un finanziamento a breve termine per 1.429.477, con cui ha coperto una parte dei fabbisogni derivanti dalla gestione reddituale e dalle decisioni d'investimento. Tramite degli anticipi salvo buon fine su ricevute bancarie, documenti attestanti il possesso di un credito non ancora incassato nei confronti di un debitore, l'azienda ne ha richiesto traduzione in disponibilità finanziaria. Successivamente la banca ha eseguito un'analisi del rischio connesso, valutando il grado di solvibilità dei debitori dell'azienda indicati nelle ricevute poiché è l'adempimento di questi ultimi che permette primariamente alla banca di rientrare del prestito. L'analisi condotta ha dato esito

soddisfacente per la particolare tipologia dei debitori indicati. Questi ultimi infatti, essendo inseriti in controllate filiere di qualità per prodotti a marchio protetto, offrivano valide garanzie di solvibilità, per effetto delle buone prospettive di vendita. Come testimoniato infatti dall'Indagine Ismea Qualivita il valore al consumo di prodotti ad origine protetta a base di carne è aumentato nel 2015 dell'1.2% mentre il valore all'export addirittura del 18.9%, a conferma di come la certificazione del prodotto sia elemento rassicurante per il cliente.

### **CAPACITÀ DI CREDITO (target generico)**

Già nel periodo precedente alla focalizzazione di nicchia la variabile capacità di credito giocava un ruolo importante per quanto riguarda l'idoneità o meno dell'azienda a ricevere un finanziamento da un istituto di credito, in particolare a medio- lungo termine. Poiché la situazione patrimoniale e le prospettive aziendali future non erano ottimali, l'istituto di credito concedeva dei finanziamenti soltanto con adeguate garanzie ipotecarie e con l'applicazione di maggiori tassi d'interesse. Ciò era testimoniato dal peggioramento della sostenibilità economica del debito, intesa come il rapporto tra gli Oneri finanziari e l'EBIT aziendale, il cui valore era pericolosamente passato dal 31.05% del 2013 al 36.82% del 2014, oltre la soglia critica del 30%. Questo valore dovrebbe essere infatti il più possibile contenuto per evitare che una porzione notevole di risultato economico sia destinata alla copertura degli interessi passivi richiesti dagli istituti di credito.

### **CAPACITÀ DI CREDITO (target specifico)**

Il progressivo rafforzamento patrimoniale e le migliori prospettive reddituali e finanziarie hanno migliorato anche la variabile capacità di credito. La crescita economica dell'azienda ha posto infatti le basi per sviluppare una capacità di reddito tale da incrementare anche il merito al finanziamento, poiché "capacità di reddito è capacità di credito" (Caprara, 1954). In questo modo è stato possibile accendere ulteriori finanziamenti, anche a medio- lungo termine, a tassi inferiori, migliorando così nettamente la sostenibilità economica del debito, il cui valore è sceso fino al 22.97% del 2017. Nonostante infatti gli oneri finanziari presentino un maggior valore in termini assoluti rispetto al 2014 per effetto dell'accensione di numerosi prestiti, in termini relativi all'EBIT aziendale il loro peso è rientrato sotto la soglia critica. Gli stessi finanziamenti, come visibile nel 2016, sono stati finalizzati agli investimenti programmati dalla cui realizzazione ci si attende un ritorno di risorse finanziarie utile a rimborsare le posizioni debitorie così accese. Si può notare infatti che già nel 2016 l'azienda ha ridotto la propria esposizione debitoria a breve e nel 2017 anche a medio- lungo termine, migliorando così ulteriormente il merito creditizio ed incentivando le banche a rinnovare i fidi concessi.

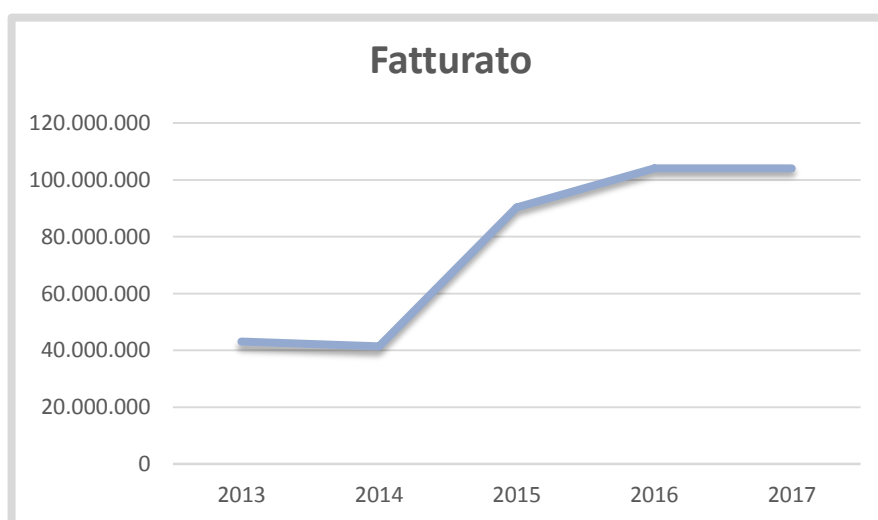
**Possiamo affermare che le variabili analizzate fino a questo momento siano degli strumenti dotati di flessibilità e adattabilità al contesto aziendale specifico, capaci di stimolare le variabili chiave del core business a generare liquidità. L'attenzione verrà ora riposta proprio su queste ultime.**

#### **POLITICHE DI VENDITA (target generico)**

L'incapacità di promuovere investimenti finalizzati al cambiamento costringeva l'azienda ad uno stato di immobilità e di sottomissione alla crisi del settore, causata dalla flessione del consumo nazionale di carni rosse. La politica di vendite rivolta ad una generica fascia di clientela non permetteva infatti all'azienda di offrire un prodotto in grado di distinguersi da quelli della concorrenza, poiché presentava caratteristiche omogenee e standardizzate. Il mercato in cui era inserita l'azienda si configurava come un vero e proprio "oceano rosso", ossia un contesto competitivo dove le numerose imprese rivali lottano aspramente al fine di salvaguardare la propria sopravvivenza, anche a costo di subire delle "ferite" nel proprio core business. La "ferita" accettata dalla Slurp Srl fu la necessità di abbassare il prezzo di vendita al fine di incentivare gli acquirenti ma la conseguenza più ovvia fu un abbassamento del livello del fatturato (-3.85%), anche se comunque in linea con la riduzione dei consumi finali di carne. Ciò non era soltanto problematico sotto il profilo reddituale ma anche sotto quello monetario, in quanto i ricavi possono essere interpretati come fonti potenziali di liquidità.

#### **POLITICHE DI VENDITA (target specifico)**

La svolta del 2015 ha implicato l'inserimento in un nuovo mercato definibile come "oceano blu", ossia ancora inesplorato e scarso di rivalità. In particolare la scelta di operare su nicchia ha permesso all'azienda di cambiare notevolmente le proprie politiche di vendita, causando un notevole aumento di fatturato.



L'assenza di un'aspra concorrenza ha infatti creato i presupposti per un importante aumento dei volumi di vendita, in quanto l'azienda ha iniziato a proporre un prodotto unico e non ancora offerto da concorrenti. L'unicità del prodotto è stata inoltre accresciuta mediante la valorizzazione dell'aspetto qualitativo, con riferimento all'appetibilità ed alla digeribilità dell'alimento. L'enfasi sulla qualità e sulla singolarità del prodotto hanno così permesso all'azienda di incrementare il prezzo di vendita, aumentando così anche il Valore Aggiunto, ossia la forbice tra il totale dei ricavi e il totale dei costi esterni. In termini di fatturato il Valore Aggiunto è infatti passato da un 5.91% del 2014 ad un 8.20% del 2017.

### **GESTIONE DEI COSTI (target generico)**

L'interesse di un'azienda al contenimento dei costi si spiega con la volontà di arginare potenziali uscite di liquidità. Prima del cambiamento, le caratteristiche standard del prodotto offerto da Slurp Srl, la inducevano a minimizzare i costi in sede di acquisizione dei fattori produttivi. Non era possibile infatti agire sulla variabile consumo di risorse, in quanto erano presenti delle inefficienze produttive, riconducibili a due criticità: lo scarso livello d'innovazione degli asset e la non ottimale gestione del magazzino. I pluriennali beni produttivi di cui disponeva infatti l'azienda non erano all'avanguardia e richiedevano interventi di manutenzione e di sostituzione, impediti però dall'assenza di risorse finanziarie disponibili all'investimento. Sotto il profilo del magazzino invece l'azienda presentava ridotti valori di rotazione, con periodo medio di giacenza troppo elevato e tale da assorbire liquidità. La gestione delle giacenze era stagnante, certa conseguenza delle politiche di vendita attuate. Infatti l'azienda, rivolgendosi ad una platea omogenea di clientela, sviluppava una produzione "make to stock" a ciclo continuo, aggravandosi di improduttivi costi su vari versanti.

### **GESTIONE DEI COSTI (target specifico)**

A differenza del periodo precedente l'azienda ha migliorato nettamente la gestione dei costi, perfezionando i rapporti con i fornitori ed ottimizzando i consumi di risorse produttive in sede di trasformazione. Con riferimento al primo aspetto, l'acquisto di materie prime di valore e maggiormente costose ha portato l'azienda ad attuare una selezione dei propri fornitori, una vera e propria "scrematura", mantenendo e rafforzando i rapporti con quei fornitori che apportavano risorse funzionali al nuovo obiettivo aziendale di qualità, in un percorso di notevole fiducia e fidelizzazione. Con riferimento al secondo aspetto invece, per superare le inefficienze produttive presenti in passato, l'azienda ha intrapreso un percorso di investimenti in asset all'avanguardia che hanno permesso di ottimizzare i consumi di risorse durante la fase di trasformazione. Allo stesso tempo l'instaurazione di un rapporto specifico con il cliente ha



migliorato la gestione del magazzino, sviluppando una produzione “make to order” e velocizzata sotto il profilo del tempo medio di giacenza e delle tempistiche di consegna. La maggior efficienza produttiva è visibile dalla progressiva riduzione del peso dei Consumi Industriali rispetto al fatturato, sceso da un 83.29% del 2014 ad un 80.40% del 2017, per effetto anche dello sviluppo di economie di esperienza nel processo produttivo.



Figura 15: gestione dei costi (fonte: Internet, 2018)

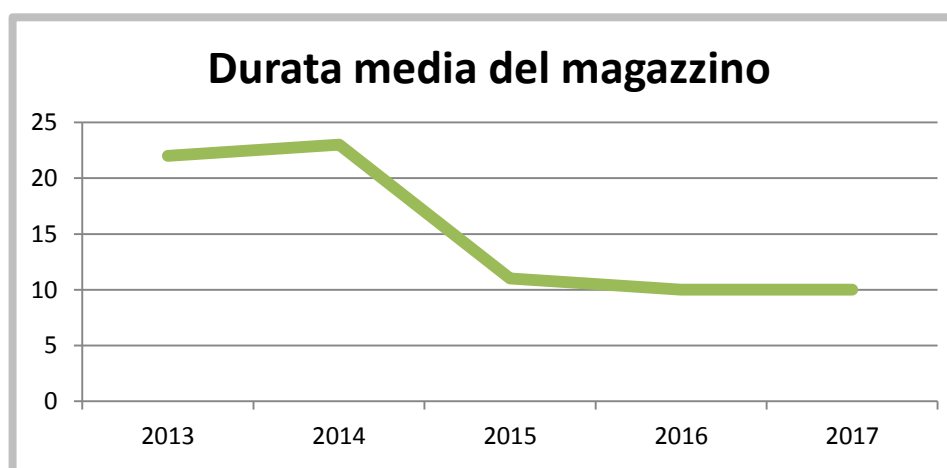
### GESTIONE DEL MAGAZZINO (target generico)

Il generico target di mercato non permetteva all’azienda di sviluppare delle relazioni di specificità e differenziazione con la clientela, utilizzando così un modello produttivo “push model”. L’acquisto delle materie prime era basato soltanto sulla previsione delle richieste dei soggetti a valle, rischiando maggiori tempi di giacenza e costi nel caso di scostamento rispetto alle attese. Le scorte infatti sono un “investimento che non genera un diretto rendimento economico ma che rimane immobilizzato per tutto il periodo in cui esistono” (Silvestrelli, 2002). La loro gestione implica così una serie di costi di possesso di risorse “ferme”, come il costo del capitale immobilizzato (una sorta di costo- opportunità), il costo di occupazione dello spazio, i costi di assicurazione, i costi di gestione (contabilità e inventario) ed infine i costi causati dalle scorte morte, ossia risorse obsolete o degradate prive di valore di mercato. Dal punto di vista numerico, nel 2014 la durata media del magazzino  $\left[CR = \frac{Rimanenze}{Consumi} \times 360\right]$  ammontava a 23 giorni mentre la Rotazione delle Scorte, ossia il rapporto tra i consumi e la giacenza media, era di 15.68.

### GESTIONE DEL MAGAZZINO (target specifico)

Lo specifico target di clientela ha permesso invece all’azienda di avviare una produzione “make to order”, ossia modellata sulle effettive richieste dell’acquirente a valle. Indirizzarsi verso un “pull model”, modello che colma “il divario tra andamento della domanda e ritmo

della produzione muovendo dal mercato” (Bocconcelli, 2014), ha consentito all’azienda di aumentare il volume delle vendite senza grossi contraccolpi in termini di magazzino (che anzi mostra un leggero trend decrescente dal 2015), riducendone inoltre tempi medi di giacenza e relativi costi. Il perfezionamento della gestione del magazzino ha goduto anche di un servizio di assistenza tecnica diversificato per ogni allevatore e di una logistica efficiente e ramificata, per consegne tempestive e sicure. Le conferme di questi miglioramenti sono visibili dall’andamento decrescente della durata media del magazzino  $\left[CR = \frac{Rimanenze}{Consumi} \times 360\right]$ , il cui valore nel 2017 è di 10 giorni, e dal trend crescente della Rotazione Scorte, raddoppiatasi fino ad un valore di 35.70. Entrambi i cambiamenti stimolano l’azienda a convertire più velocemente le rimanenze in vendite, evitando la perdita di valore di un prodotto alimentare deperibile e ponendo i presupposti per ingressi di liquidità.



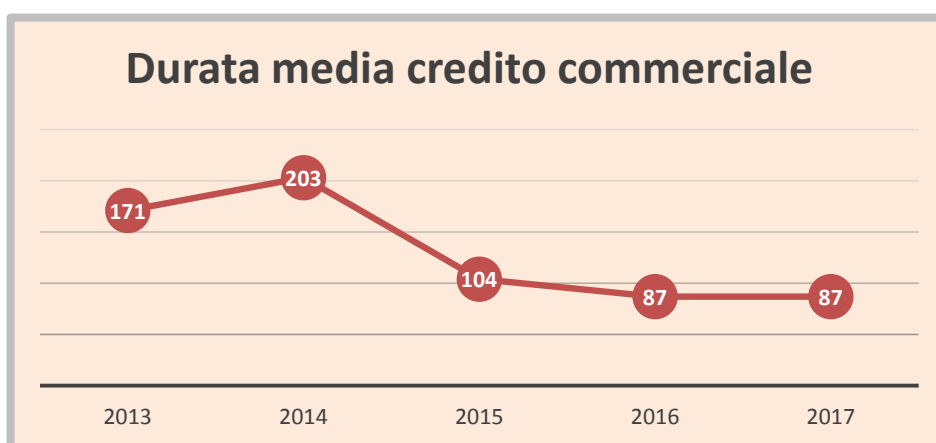
### GESTIONE CREDITO COMMERCIALE (target generico)

L’ottimizzazione della gestione del credito commerciale si spiega nel bisogno di accelerare le tempistiche di pagamento concesse al cliente, al fine di liberare liquidità. Ciò dipende prevalentemente dal livello di potere contrattuale posseduto dall’azienda nei confronti dell’acquirente. Ad esempio prima del cambiamento del 2015, essendo il settore mangimistico caratterizzato da una forte competizione sul prezzo accentuata dalla crisi della domanda di prodotto finale, la Slurp Srl vantava una decrescente forza contrattuale nei confronti dei propri clienti. Gli acquirenti potevano infatti, a parità di qualità, optare per il prodotto del fornitore più economico, elevando il prezzo a variabile di scelta. Il rischio di perdere il cliente a favore di un’impresa rivale induceva perciò la Slurp a subire l’influente potere contrattuale dell’acquirente, trovandosi costretta ad accettare riduzioni di prezzo e maggiori dilazioni di pagamento. Ne derivava così una faticosa conversione del credito commerciale in incasso,

dato che la durata media del credito commerciale,  $\left[CC = \frac{\text{Crediti v/clienti}}{\text{Ricavi}} \times 360\right]$ , era di 203 giorni, in peggioramento rispetto ai 171 giorni del 2013.

### GESTIONE CREDITO COMMERCIALE (target specifico)

La specializzazione di nicchia ha selezionato rapporti con una clientela più attenta alla qualità, disposta a sostenere prezzi maggiori pur di disporre di un servizio funzionale alle proprie esigenze. L'azienda ha avviato così una partnership collaborativa con l'allevatore, a partire da una formulazione personalizzata dell'alimento fino ad una successiva verifica delle performance ottenute. In questo modo si è verificato un vero e proprio effetto "lock-in"(Johnson, Whittington, Scholes, 2007) nei confronti dell'acquirente, permettendo così all'azienda di fissare le più convenienti condizioni di pagamento. Ne è così derivata una notevole riduzione dei giorni medi di dilazione verso i clienti  $\left[CC = \frac{\text{Crediti v/clienti}}{\text{Ricavi}} \times 360\right]$ , il cui valore è passato da 203 del 2014 a 104 del 2015, stabilizzandosi a 87 dal 2016.



### GESTIONE DEBITO COMMERCIALE (target generico)

Per raggiungere l'equilibrio monetario un'azienda dovrebbe cercare di ottenere dal fornitore delle dilazioni di pagamento sugli acquisti compatibili con quelle che parallelamente l'azienda concede al proprio cliente. Anche la gestione del debito commerciale è vincolata dal potere contrattuale di cui dispone l'impresa nei confronti del proprio fornitore: maggiore è il suo livello e maggiore sarà la capacità di ottenere pagamenti temporalmente posticipati sugli acquisti. Prima del cambiamento ad esempio la Slurp era in grado di esercitare una discreta pressione al fornitore poiché, elevando il prezzo come principale variabile decisionale, poteva rivolgersi ad una platea di fornitori abbastanza interscambiabili, riducendo così il peso degli switching costs. Nel 2014 però l'azienda aveva dovuto affrontare la richiesta di tutti i fornitori di un pagamento più veloce a causa dell'incertezza del settore mangimistico, perdendo così

una quota di potere contrattuale. Ne è derivato che la durata media del debito commerciale

$\left[ CD = \frac{\text{Debiti v/fornitori}}{\text{Acquisti di beni e servizi}} \times 360 \right]$  era passata dai 111 giorni del 2013 ai 94 del 2014.

### GESTIONE DEBITO COMMERCIALE (target specifico)

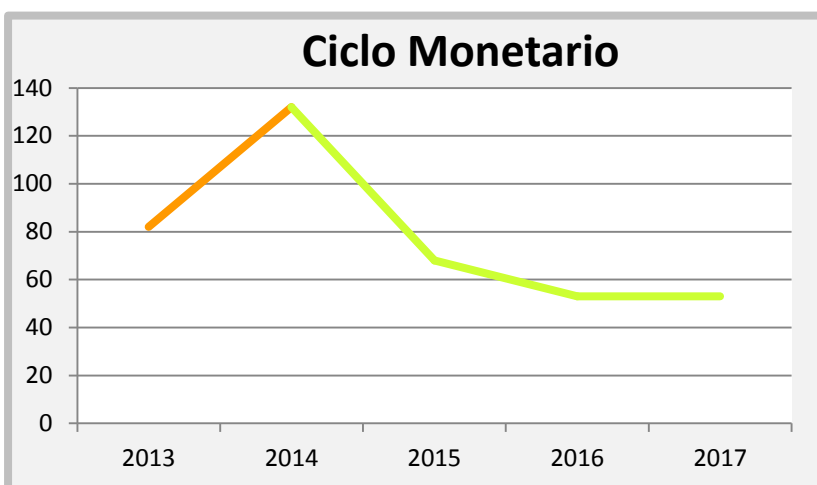
La selezione di specifiche relazioni commerciali funzionali al nuovo percorso strategico ha concentrato notevolmente il numero di fornitori di fiducia dell'azienda, aumentando il grado di dipendenza di quest'ultima nei confronti degli stessi. Parallelamente l'instaurazione di relazioni idiosincratiche e di certificata qualità con i fornitori "selezionati" ha aumentato il peso degli switching costs, in quanto il passaggio da un fornitore ad un altro è diventato un processo dispendioso. La perdita di potere contrattuale nei confronti del fornitore ha causato perciò la riduzione della durata media del debito commerciale  $\left[ CD = \frac{\text{Debiti v/fornitori}}{\text{Acquisti di beni e servizi}} \times 360 \right]$  fino a 44 giorni. Se presa singolarmente la gestione del debito commerciale risulta peggiorata, non è così se posta in relazione con quella del credito in quanto, considerando la differenza tra il ciclo del credito ed il ciclo del debito, il numero di giorni in cui mediamente l'azienda resta "scoperta" di risorse finanziarie è sceso da 109 del 2014 a 43 del 2017, permettendole così di ridurre il ricorso a finanziamenti onerosi.

### CICLO MONETARIO

Target generico

Target specifico

Il Ciclo Monetario,  $[CM = CC + CR - CD]$ , rappresenta l'intervallo di tempo che trascorre dal momento in cui l'azienda paga i debiti sorti per l'acquisto delle materie prime al momento in cui incassa i crediti sorti dalle vendite dei prodotti finiti. E' perciò quella frazione temporale in cui l'azienda resta priva di liquidità con riferimento alle proprie attività tipiche,



necessitando di essere minimizzato.

Con riferimento alla Slurp, i cambiamenti indotti hanno permesso di generare una notevole riduzione del Ciclo Monetario, con un valore passato dai 132 giorni del 2014 ai 53 del 2017.

## VARIAZIONE CCNO (target generico)

La consistenza della variazione di CCNO nel periodo precedente al cambiamento era causata dalle criticità emerse nella gestione del magazzino e del credito commerciale. Nel 2014 infatti, come da Rendiconto, l'azienda ha affrontato un incremento di CCNO tale da assorbire la liquidità potenzialmente prodotta dalla dinamica reddituale, privando così la gestione caratteristica di utili e concrete risorse a sostegno di altre attività aziendali.

## VARIAZIONE CCNO (target specifico)

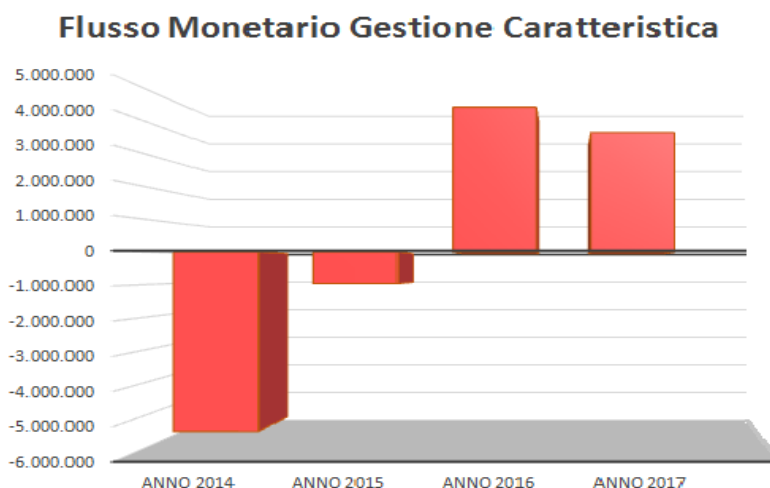
In modo speculare, successivamente al cambiamento, i miglioramenti della gestione del magazzino e del credito commerciale hanno avviato un trend decrescente del CCNO, con la sola eccezione "fisiologica" realizzatasi nel 2015, anno di raddoppio del fatturato. Sia nel 2016 che nel 2017 l'azienda è riuscita infatti a generare riduzioni di CCNO tali da generare ulteriore liquidità rispetto a quella potenzialmente prodotta dalla dinamica reddituale, rendendo la gestione caratteristica una fonte di risorse finanziarie.

### GESTIONE CARATTERISTICA

#### Target generico

#### Target specifico

Prima del cambiamento la gestione caratteristica creava un flusso monetario negativo, connotandosi come fabbisogno di liquidità che impediva di sostenere percorsi di crescita, obbligando anzi all'indebitamento.



Successivamente invece, con l'unica eccezione del 2015 causata dal notevole aumento di CCNO, il core business ha iniziato a liberare una liquidità utilizzabile per adempiere ai pagamenti caratteristici (es. retribuzioni del personale) ed extra-caratteristici, per sostenere gli investimenti e addirittura per ridurre l'esposizione debitoria, come avvenuto nel 2017.

Anche l'andamento del grado di liquidità del circolante, rapporto tra il Flusso Monetario Caratteristico ed il Flusso Finanziario di CCN, testimonia questo miglioramento. Inizialmente infatti tale indice era negativo poiché l'incremento di circolante era superiore al flusso finanziario di CCN, assorbendo così ogni "goccia" di liquidità e, anzi, creando un fabbisogno

da coprire. Dal 2016 invece tale indice ha assunto valori positivi superiori al 100%, per effetto di una liquidità potenziale diventata totalmente effettiva ed ulteriormente integrata dalla quota di circolante smobilizzata. Ulteriore conferma è visibile se si compara il valore di altri due indici: MOL/Ricavi di Vendita e Flusso Monetario Caratteristico/Ricavi di Vendita. Nel 2016 il primo ammonta a 2.32% mentre il secondo a 4.28%, mentre nel 2017 il primo a 2.34% ed il secondo a 3.54%. Poiché il MOL mostra quanta parte delle vendite può potenzialmente trasformarsi in cassa mentre il Flusso Monetario indica quanta ne è effettivamente diventata, si nota quindi in entrambi gli anni la capacità di ottenere dai ricavi più liquidità di quella potenziale, per effetto di una migliore gestione del credito commerciale.

## Riassumendo

	<i>Variabili</i>	<i>Target generico</i>	<i>Target specifico</i>
	DINAMICA REDDITUALE	Utile d'esercizio	Utile d'esercizio
	DINAMICA FINANZIARIA-MONETARIA	Problematica	Favorevole
<b>STRUMENTI</b>	POLITICHE DI CRESCITA		Investimenti
	OPERAZIONI STRAORDINARIE	Dismissioni	Dismissioni
	CAPITALE PROPRIO		Nuovi conferimenti Dividendi
	OPERAZIONI AUTOLIQUIDANTI	Finanziamenti per liquidità	Finanziamenti per liquidità
	CAPACITÀ DI CREDITO	Finanziamenti a medio/lungo termine	Finanziamenti a medio/lungo termine
	POLITICHE DI VENDITA	Flessione vendite	Incremento fatturato
<b>CORE BUSINESS</b>	GESTIONE DEI COSTI	Inefficienze produttive	Ottimizzazione
	GESTIONE MAGAZZINO	Maggiori tempi di giacenza	Minori tempi di giacenza
	GESTIONE CREDITO COMMERCIALE	Incassi rallentati	Incassi accelerati
	GESTIONE DEBITO COMMERCIALE	Pagamento dilazionato	Pagamento più ravvicinato
	CICLO MONETARIO	Aumento	Riduzione
	VARIAZIONE CCNO	Aumento	Riduzione
	GESTIONE CARATTERISTICA	Fabbisogno	Fonte

■ ASSORBIMENTO RISORSE FINANZIARIE

■ GENERAZIONE RISORSE FINANZIARIE

Figura 16: variabili e risultati d'analisi (fonte: elaborazione propria)

## Conclusioni

L'analisi condotta evidenzia la possibile divergenza tra l'andamento economico e quello monetario di un'azienda. Come testimoniano i modelli teorici la situazione ottimale si concretizza nel momento in cui l'azienda è in grado di realizzare il passaggio "dalla potenzialità dell'utile all'effettività della cassa". Questa posizione di duplice equilibrio richiede perciò un'adeguata gestione del CCNO, sia "nel suo complesso sia nelle sue componenti" (Marchesi, 1996), quali il ciclo del credito, del magazzino e del debito e riconoscendo il legame di queste ultime con le politiche di vendita e la gestione dei costi. Per stimolare il core business di un'azienda a presentarsi come fonte di liquidità è però necessario condurre un'approfondita analisi di alcune variabili "strumentali" che, se piegate nella corretta direzione, possono creare i giusti presupposti per generare risorse finanziarie. Ecco che allora se un'azienda sviluppa un progetto di crescita, finanziato da nuovi conferimenti di soci, nuovi finanziamenti di terzi e dismissioni di asset in eccesso, è possibile intraprendere un percorso volto a ottimizzare le dinamiche economiche e monetarie, rendendole sinergiche e complementari per il raggiungimento dell'equilibrio aziendale. L'analisi di ognuna di queste variabili richiede inoltre una specifica contestualizzazione, con riferimento ai principali stakeholders con cui trovano punto di contatto. Ad esempio la ricerca dell'economicità e della conversione in liquidità del core business non può prescindere dal considerare le caratteristiche dei rapporti intrattenuti con la clientela e con i fornitori; così come l'accesso ai conferimenti ed ai finanziamenti onerosi deve essere posto in relazione rispettivamente con la fiducia trasmessa ai soci e con il merito di credito dimostrato alle banche. "La discesa in campo" dei flussi visibili nel Rendiconto Finanziario aiuta allora l'imprenditore a comprendere la direzione prospettica aziendale impartita da queste variabili, permettendogli così di confermare le strategie adottate o, se necessario, di apportarvi dei cambiamenti. L'imprenditore deve infatti tenere un comportamento dinamico, realizzando una strategia che derivi non soltanto dalle proprie intenzioni pianificate e deliberate ma anche dal continuo adattamento ad un ambiente mutevole, tramite l'esperienza e l'intuizione nella lettura del cambiamento. Coniugando razionalità e creatività nelle scelte, l'impresa sarà in grado di poggiare su solide e programmate basi ma allo stesso tempo sarà in grado di cogliere le opportunità offerte dal contesto competitivo in cui si relaziona, superando così le minacce di un'eccessiva ed improduttiva staticità. Come rivela infatti Hamel, esperto americano di management, "il vantaggio competitivo che dura più a lungo è quello che deriva dall'innovazione del modo di gestire le aziende, e proprio questo, dunque, è necessario cambiare".

## Bibliografia

ARCARI A., 2014. *Programmazione e controllo*. 2° ed. Milano: McGraw-Hill Education (Italy)

ASSALZOO, 2015. *Annuario Assalzo 2015*. Roma: AUROGRAF Srl

BERK J., DEMARZO P., 2015. *Finanza Aziendale 1*. 3° ed. Milano-Torino: Pearson Italia

BIFFIS P., POLATO M., et al., 2015. *Le operazioni e i servizi bancari*. 7° ed. Torino: G.Giappichelli Editore

BIFFIS P., POLATO M., et al., 2015. *Le operazioni e i servizi bancari*. In: CAPRARA U., 1954. *La banca*. 2° ed. Milano: Giuffrè Editore.

CECCHERELLI A., 1936. *Il problema dei costi nelle prospettive economiche e finanziarie delle imprese*. Firenze: Seeber

CERBIONI F., CINQUINI L., SOSTERO U., 2015. *Contabilità e bilancio*. 4° ed. Milano: McGraw Education (Italy)

CERBIONI F., MICHELON G., 2015. *Economia aziendale: modelli, misure, casi* (per il Capitolo 7). 4° ed. Milano: McGraw- Hill Education

CIAN M., et al., 2014. *Diritto commerciale*. Torino: G.Giappichelli Editore

DE NOVA G., 2015. *Codice civile e leggi collegate*. Bologna: Zanichelli Editore

Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2013/34 UE del 26 Giugno relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese

Dlgs. 18 Agosto 2015, n.139

FAVOTTO F., BOZZOLAN S., PARBONETTI A., 2015. *Economia aziendale: modelli, misure, casi*. 4° ed. Milano: McGraw- Hill Education

GIORNI M., FOGLIATA I., 2016. *Il profitto è un'opinione la cassa è un fatto*. 4° ed. Milano: Mind Edizioni

HAMEL G., 2007. *The future of management* / trad. Il futuro del management, Merlini R., 2008. Milano: Etas.

IASB, IAS 1, *Presentation of Financial Statements* (last amended January 2016)



IASB, IAS 7, *Statement of Cash Flows* (originally issued by IASC, December 1992, adopted by IASB, April 2001)

ISMEA, 2016. *Rapporto Ismea-Qualivita 2016*. Pubblicato da Edizioni Qualivita

JOHNSON G., WHITTINGTON R., SCHOLLES K., 2007. *Exploring Corporate Strategy*/ trad. *Strategia Aziendale*, Paci A., 2014, 1° ed. Milano - Torino: Pearson Italia

MARCHESI A., 1996. *Dinamica e gestione del capitale circolante*. Milano: FrancoAngeli srl

OIC, PRINCIPI CONTABILI, DOCUMENTO N.10 *Rendiconto finanziario* (dicembre 2016)

SOSTERO U., FERRARESE P., et al., 2016. *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*. 2° ed. Milano: Giuffrè Editore

SOSTERO U., et al., 2016. *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*. In: AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., 1994. *Economia Aziendale*. Bologna: Il Mulino, p.226.

TEODORI C., 2008. *L'analisi di bilancio*. 2° ed. Torino: G. Giappichelli Editore

TEODORI C., 2009. *Il Rendiconto Finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*. Torino: G.Giappichelli Editore

TEODORI C., 2009. *Il Rendiconto Finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*. In: BRUNETTI G., CODA V., FAVOTTO F., 1990. *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*. Milano: Etas, p.78

TUNISINI A., PENCARELLI T., BOCCONCELLI R., et al., 2014. *Economia e management delle imprese*. Milano: Hoepli, 2014

TUNISINI A., PENCARELLI T., BOCCONCELLI R., et al., 2014. *Economia e management delle imprese*. In: SILVESTRELLI, 2002, p.124



## Sitografia

ASSALZOO, 2018. *Homepage*.

Disponibile su <<https://www.assalzo.it/>>

[Data di accesso: 21/05/2018]

ASSALZOO, 2015. *Annuario 2015*.

Disponibile su <<https://www.assalzo.it/pubblicazioni/annuario/?pa=1>>

[Data di accesso: 21/05/2018]

ELABORAZIONI CERVED, 2017. *Analisi di settore-Mangimi per animali*.

Disponibile su <<https://www.cerved.com/it/chi-siamo>>

[Data di accesso: 24/05/2018]

*I finanziamenti a breve termine*.

Disponibile su <<https://www.to.camcom.it/book/export/html/6078>>

[Data di accesso: 04/06/2018]

IMPRESA OGGI, 2018. *Strategie di base del marketing secondo Porter*.

Disponibile su <<http://www.impresaoggi.com/it/articoli/Artspec10.pdf>>

[Data di accesso: 28/05/2018]

ISMEA, 2016. *Rapporto Ismea-Qualivita 2016*.

Disponibile su <<http://www.ismea.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/10007>>

[Data di accesso: 10/07/2018]

LEAN PRODUCTION BLOG, 2015. *Lean Production: i 7 sprechi da eliminare*.

Disponibile su <<https://www.makeitlean.it/lean-production-blog/lean-production-7-sprechi>>

[Data di accesso: 12/06/2018]

LEANUS SERVIZI PER IL PROFESSIONISTA (Webinar), 2016. *Il profitto è un'opinione la cassa è un fatto*.

Disponibile su <<https://www.youtube.com/watch?v=NwBSBQV6JJc>>

[Data di accesso: 20/04/2018]

LOGISTICA EFFICIENTE, 2015. *Indice di rotazione*.

Disponibile su <<https://www.logisticaefficiente.it/wiki-logistica/magazzino/indice-di-rotazione.html>>

[Data di accesso: 13/07/2018]

MANGIMI&ALIMENTI.IT, 2015. *Economia del suino: prospettive e pericoli di un'eccellenza alimentare italiana*.

Disponibile su <<http://www.mangimiealimenti.it/allegati/riviste?page=2>>

[Data di accesso: 21/05/2018]

MANGIMI&ALIMENTI.IT, 2015. *“Prodotti di qualità per lo svezzamento: questa la nostra sfida”*.

Disponibile su <<http://mangimiealimenti.it/articoli/1492-prodotti-di-qualita-per-lo-svezzamento-questa-la-nostra-sfida>>

[Data di accesso: 22/05/2018]

MARCHEGIANIONLINE.NET, 2011. *Le strategie di nicchia*

Disponibile su <[http://www.marcegianionline.net/appro/appro\\_881.htm](http://www.marcegianionline.net/appro/appro_881.htm)>

[Data di accesso: 28/05/2018]

PML.IT, 2009. *Strategia “oceano blu”: cos'è?*

Disponibile su <<https://www.pmi.it/professioni/strategie-e-tecniche/197137/strategia-oceano-blu-cos.html>>

[Data di accesso: 16/06/2018]

QUOTIDIANOSANITA'.IT, 2015. *Oms: “Le carni rosse e lavorate nella lista dei prodotti cancerogeni. Più se ne mangia e più aumenta il rischio di avere un tumore”*.

Disponibile su

<[http://www.quotidianosanita.it/scienza-e-farmaci/articolo.php?articolo\\_id=32690](http://www.quotidianosanita.it/scienza-e-farmaci/articolo.php?articolo_id=32690)>

[Data di accesso: 23/05/2018]

RIVISTA BANKPEDIA, 2018. *Enciclopedia di banca, borsa e finanza*.

Disponibile su <<http://www.bankpedia.org/index.php/it/>>

[Data di accesso: 04/07/2018]

Numero di parole: 14.160

