

L'EQUILIBRIO FINANZIARIO D'AZIENDA:

PRIME CONSIDERAZIONI¹

di Bruno De Rosa

1. L'equilibrio finanziario

Un'azienda (sia essa impresa o non-impresa) si dice in **equilibrio finanziario** se è in grado di **bilanciare adeguatamente nel tempo le sue entrate e uscite monetarie** senza, per questo, compromettere il suo equilibrio economico. In altre parole per risultare in equilibrio essa deve avere la capacità di fronteggiare, a tempo debito, ogni necessario pagamento, senza che ciò pregiudichi irrimediabilmente il risultato economico, presente o futuro. Non sarebbe, dunque, in equilibrio finanziario l'azienda che per pagare i propri debiti dovesse ricorrere ad operazioni più o meno rovinose per il suo equilibrio economico quali la richiesta di finanziamenti a tassi d'interesse particolarmente svantaggiosi, la cessione di prodotti ad un prezzo non remunerativo o la vendita di fattori produttivi necessari alla sua attività di produzione futura. Non sarebbe parimenti in equilibrio finanziario l'azienda che rinunciasse ad impieghi molto redditizi delle proprie risorse per mantenere elevato il grado complessivo di disponibilità del proprio patrimonio. L'eccesso di liquidità può risultare, infatti, altrettanto dannoso per la sopravvivenza dell'impresa che una sua carenza.

La definizione stessa di equilibrio finanziario rende immediatamente evidente come lo stesso sia un equilibrio di tipo **dinamico**. Riguarda, infatti, il corretto bilanciamento di una parte concettualmente rilevante² dei complessi **flussi patrimoniali** che si verificano in un determinato **periodo di tempo**: quelli costituiti da **liquidità**. Per essere in equilibrio, sotto questa prospettiva, l'azienda deve

¹ Il presente scritto contiene una prima, approssimata, trattazione dell'equilibrio finanziario d'azienda. Esso è stato pensato come semplice strumento di supporto didattico allo studio per chi affronta il corso istituzionale di Economia aziendale da me tenuto presso l'Università degli Studi di Trieste. La parzialità degli argomenti esposti e alcune evidenti semplificazioni nella trattazione presenti in queste pagine vanno, pertanto, interpretati in tale contesto. Esigenze di fretta, legate alla necessità di rendere disponibile il materiale in tempo utile per la preparazione dell'esame di fine corso, m'inducono inoltre a pubblicare questo scritto in una versione incompleta, non ancora sufficientemente rivista e approfondita; di ciò mi scuso sin d'ora con il lettore. E' vietata la riproduzione con qualsiasi mezzo del presente testo per finalità diverse dallo studio individuale.

² L'importanza concettuale attribuita a questa particolare categoria di flussi - tra i tanti che si originano per effetto della dinamica del capitale - è dovuta essenzialmente all'osservazione che l'attività svolta dall'impresa risulta caratterizzata da due momenti di scambio sul mercato: l'acquisizione dei fattori della produzione e il collocamento dei prodotti ottenuti. Tali momenti sono considerati fondamentali proprio perché generalmente risultano correlati a flussi di quantità monetarie.

garantire – in un determinato periodo di tempo – un **corretto rapporto fra entrate e uscite di moneta**. Pur essendo generalmente chiamato “finanziario” quello in esame è, in realtà, un **equilibrio squisitamente monetario**, e, dunque, un equilibrio definibile in termini di **variazioni** subite, nel periodo considerato, dalla consistenza di **cassa**.

Si deve tuttavia rilevare come lo stock patrimoniale che può essere preso a riferimento per definire compiutamente l’equilibrio in questione (e che, dunque, identifica correttamente le entrate e le uscite rilevanti ai fini della verifica della sua eventuale sussistenza) possa essere variamente delimitato. Si va, infatti, da una definizione di cassa molto stringente – nella quale il “fondo” in esame viene fatto coincidere con le sole disponibilità di “moneta di conto” presenti in un determinato istante nelle casse sociali – ad altre, via via più estese, nelle quali il medesimo concetto viene allargato sino ad accogliere altri elementi patrimoniali attivi a brevissimo termine, ma anche – nelle ipotesi più estreme – finanziamenti di terzi caratterizzati dal medesimo orizzonte temporale.

Riteniamo, in proposito, preferibile – ai fini che qui rilevano – non accogliere le definizioni più estese del fondo patrimoniale in oggetto, e in particolar modo quelle che lo definiscono in termini di investimento patrimoniale netto, in quanto le stesse renderebbero probabilmente più ardua la comprensione delle motivazioni per le quali una corretta gestione dell’equilibrio finanziario risulta così importante ai fini di una corretta gestione del sistema aziendale. La definizione di cassa di seguito accolta, pertanto, vede tale classe contabile come costituita da un aggregato – non eccessivamente esteso – di elementi patrimoniali attivi (attività) caratterizzati dalla immediata convertibilità in moneta o che possono essere utilizzati dall’impresa quali “normali mezzi di pagamento” per l’estinzione delle obbligazioni dalla stessa precedentemente contratte. La locuzione enfaticizzata per mezzo di apici non è usata a caso: essa infatti viene utilizzata dal nostro legislatore per indicare...

L’essenzialità, ai fini della sopravvivenza del sistema impresa, della costante verifica dell’equilibrio finanziario è insita nelle considerazioni testé svolte: se, infatti, un’azienda non è in grado di bilanciare correttamente – nel tempo – entrate ed uscite di cassa (intesa come insieme degli elementi patrimoniali attivi che costituiscono, in un determinato periodo storico e in un determinato contesto normativo, i “normali mezzi di pagamento” di cui si è detto) essa rischia di incorrere nell’insolvenza prima e nel fallimento poi e, dunque, di venire espulsa dal mercato. Tutte le potenzialità in essa contenute e da essa esprimibili rischiano, pertanto, di essere in tal modo irrimediabilmente dissipate!

Per comprendere più in profondità come un disequilibrio finanziario protratto nel tempo costituisca una patologia in grado di condurre, quasi inevitabilmente, alla fine dell’impresa conviene – a nostro avviso – ragionare nei seguenti termini. Si immagini, per qualche istante, di seguire nel tempo le vicende di un’azienda nella quale le entrate di cassa legate allo svolgimento del processo produttivo risultino

perpetuamente inferiori alle analoghe uscite di cassa. Si immagini, inoltre, che non esistano altre fonti o impieghi di liquidità diversi da quelli dovuti allo svolgimento del processo produttivo. Inutile sottolineare che in una realtà così caratterizzata la rimanenza di cassa andrà inevitabilmente depauperandosi nel tempo: se, infatti, i prelievi dal fondo sono costantemente superiori ai versamenti, la consistenza dello stesso non può che decrementarsi. Qualunque sia la sua consistenza iniziale, prima o poi, il fondo risulterà pertanto fatalmente del tutto consumato. E' a questo punto che l'impresa rischia il dissesto: se infatti, la disuguaglianza tra entrate ed uscite non trova immediata correzione, l'azienda rischia di non aver mezzi monetari necessari per far fronte ai propri impegni e, dunque, di incorrere in una situazione di insolvenza o di mancata attività. In realtà la situazione non risulta ancora necessariamente così tragica. L'azienda può, infatti, risolvere il problema contingente cercando di ottenere nuova cassa o attraverso un'operazione di **disinvestimento** (ovvero cedendo contro moneta di un'attività precedentemente posseduta) o per il tramite di un'operazione di **finanziamento**.

Esaminiamo dapprima l'effetto di un'operazione di **disinvestimento**. Essa rischia di non risolvere assolutamente il problema, consentendo soltanto a chi gestisce l'impresa di spostare lo stesso al futuro, ma nel contempo aggravandolo. L'afflusso immediato di liquidità che consente di rimpinguare momentaneamente le scorte di cassa è, in effetti, molto spesso possibile solo a scapito delle entrate future di cassa. Gli elementi patrimoniali attivi che possono essere ceduti contro moneta rappresentano, infatti, sovente investimenti precedentemente effettuati dall'azienda in "capacità produttiva". La loro cessione rappresenta, pertanto, *ceteris paribus* una diminuzione della "capacità di fare" dell'impresa, con evidente pregiudizio del flusso futuro di cassa ottenibile dal mercato per il tramite della cessione dei prodotti aziendali. La disuguaglianza tra entrate e uscite di cassa dovute allo svolgimento del processo produttivo conseguentemente si amplia, enfatizzando il problema e risolvendosi in una maggior velocità con cui il fondo di cassa disponibile va depauperandosi per effetto dello svolgimento del processo produttivo. Se, dunque, il disinvestimento interessa attività che risultano importanti ai fini della produzione dei flussi futuri di cassa (la qual cosa generalmente si dice affermando che tali beni rappresentano investimenti legati al *core business*) o se il flusso attuale di cassa non può essere utilmente impiegato in modo tale da rendere possibile una decisa e tempestiva inversione del segno della disuguaglianza tra entrate e uscite di cassa connesse allo svolgimento del processo produttivo, l'operazione di disinvestimento rischia di creare più problemi di quanti non ne risolva.

Come si è detto al posto di un'operazione di disinvestimento è possibile anche optare per un nuovo **finanziamento**. Si deve immediatamente chiarire che il nuovo finanziamento può avvenire tanto a titolo di capitale di credito quanto a titolo di capitale di rischio, ma per essere concretamente efficace ai fini del momentaneo allentamento della tensione finanziaria esso deve necessariamente avvenire "per

cassa". A nulla, infatti, serve – in un momento in cui manca liquidità – un finanziamento che si sostanzia nell'ingresso di nuove attività (siano esse tangibili o intangibili) diverse da quelle che costituiscono "normali mezzi di pagamento", a meno che le attività introitate per effetto del nuovo finanziamento non possano essere immediatamente convertite in moneta in modo conveniente³.

Notevolmente diverso è, naturalmente, l'effetto sull'equilibrio finanziario connesso ad un finanziamento ottenuto per il tramite della contrazione di debito rispetto a quello esercitato da un apporto. Conviene pertanto esaminare le due forme finanziamento separatamente.

Ciò che differenzia i finanziamenti a titolo di **capitale di rischio** da quelli a titolo di capitale di terzi è che con riferimento ai primi non si riscontra un "vincolo di restituzione" da parte dell'azienda. Con essi si realizza, pertanto, un trasferimento unilaterale di ricchezza dal mercato verso l'azienda di tipo definitivo, nel senso che esso non è necessariamente destinato a compensarsi in futuro. All'afflusso immediato di liquidità che si verifica per effetto del nuovo apporto non è detto si contrapponga, in futuro, alcun flusso monetario in uscita (esborso).

Un finanziamento di questo tipo, evidentemente, risolve il problema finanziario in maniera egregia. Possiamo addirittura spingerci ad affermare che in una situazione in cui risultino costantemente garantiti nuovi apporti di capitale in termini monetari ogni qual volta il fondo cassa risulti incapiente (deficitario), non ha neppure senso parlare di esame dell'equilibrio finanziario: una realtà così caratterizzata risulta per definizione in costante equilibrio finanziario. Purtroppo (o per fortuna) situazioni di questo tipo sono praticamente inesistenti. Non esistono, infatti, imprenditori individuali o compagini sociali illimitatamente ricche; il che significa che se un cattivo bilanciamento delle entrate ed uscite finanziarie dovute allo svolgimento del processo produttivo obbliga l'imprenditore o i soci ad effettuare continui versamenti di danaro sotto forma di apporti di capitale, costoro saranno – prima o dopo – costretti a cedere una parte del loro potere a nuovi soci in grado di apportare la parte di liquidità che essi non risultano più in grado di garantire.

³ La conversione in moneta di dette attività, oltre ad essere immediate, dovrebbe avvenire anche in modo tale da non pregiudicare l'equilibrio economico: non dovrebbe, pertanto, avvenire a prezzi significativamente al di sotto di quelli vigenti sul mercato.

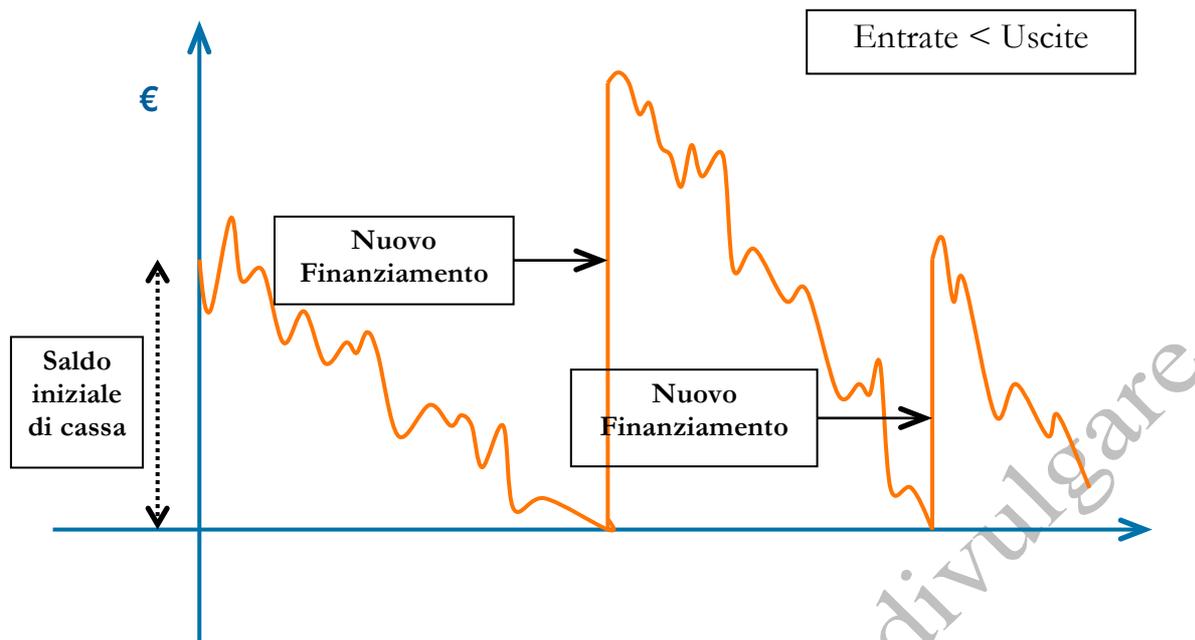


Fig. 1 – Effetti sulla rimanenza di cassa di un disequilibrio finanziario persistente

Come si è detto il finanziamento può avvenire anche a titolo di **capitale di terzi**. In tal caso all'afflusso immediato di liquidità connesso alla contrazione del debito – che svolge un temporaneo effetto benefico sull'equilibrio finanziario – si contrapporranno, in futuro, uno o più deflussi di cassa dovuti all'estinzione del debito, deflussi che esplicano effetto diametralmente opposto sull'equilibrio.

Naturalmente un finanziatore esterno ben difficilmente si dimostrerà disposto a fornire temporaneamente capitale all'azienda se non risulta fermamente convinto che la disuguaglianza tra entrate ed uscite monetarie dovute allo svolgimento del processo produttivo sia destinata ad invertirsi prima della scadenza del debito. Egli sa bene, infatti, che se tale inversione dovesse non verificarsi in tempi coerenti con quelli entro cui è previsto il rientro del finanziamento concesso vi è il significativo rischio che parte dello stesso vada perso.

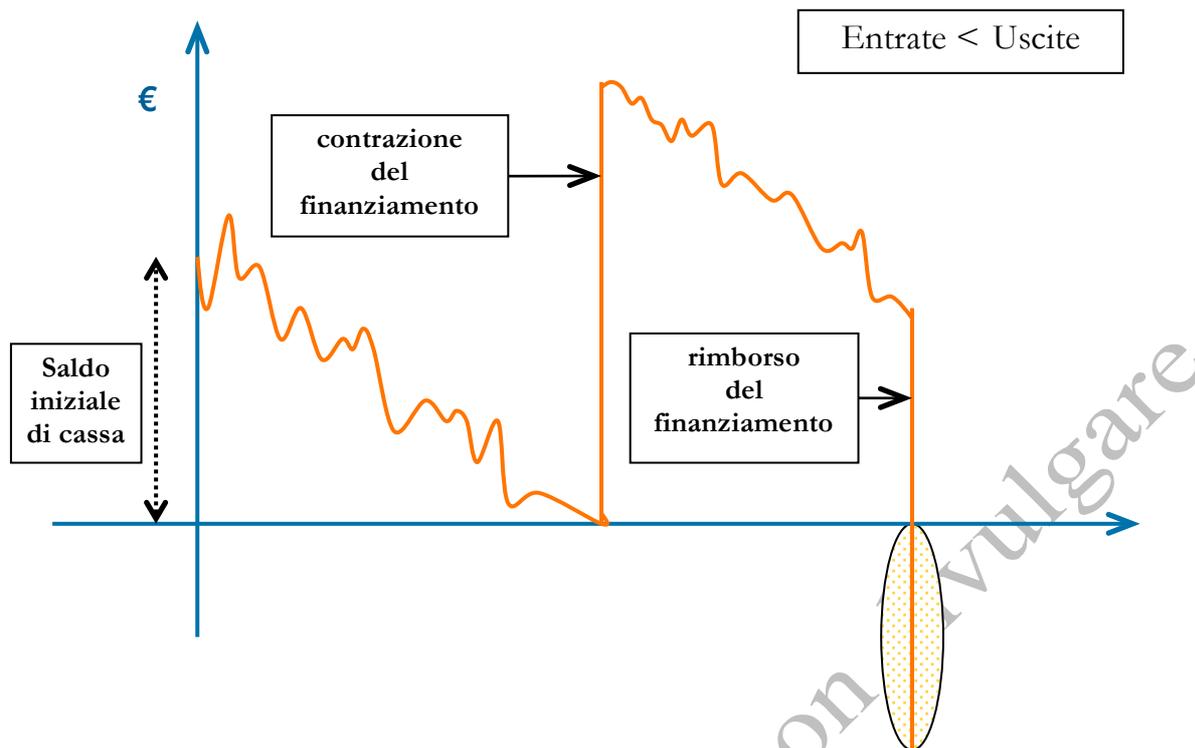


Fig. 2 – Il problema del rimborso dei debiti in presenza di uno squilibrio perdurante tra entrate ed uscite di cassa

In una situazione in cui lo svolgimento del processo produttivo provoca una continua diminuzione del fondo “cassa” l’impresa può far fronte ai propri debiti – come già si è avuto modo di sottolineare – solo cedendo le proprie attività, aumentando il proprio capitale netto o contraendo nuovi debiti. E’ abbastanza probabile che il finanziatore esterno possa considerare, da un lato, poco appetibile l’idea di entrare a far parte della compagine sociale che governa l’impresa a causa dell’incapacità della stessa di far fronte, per tempo, alle obbligazioni precedentemente contratte e, dall’altro, poco tranquillizzante l’idea di assoggettare il rientro del finanziamento concesso alle incerte dinamiche future che potrebbero caratterizzare i mercati in cui possono essere ceduti gli *asset* patrimoniali posseduti dall’impresa e alla altrettanto imperscrutabile volontà di terzi finanziatori di concedere, in futuro, nuovi finanziamenti all’impresa.

Non a caso, in condizioni di momentanea tensione monetaria simili a quella descritta in questo paragrafo, i finanziatori esterni vincolano la concessione di nuovi finanziamenti alla predisposizione da parte del management di adeguati piani finanziari (*business plan*). La funzione svolta da tali piani è proprio quella di consentire una dimostrazione, da parte dei responsabili della gestione dell’impresa in difficoltà, delle correzioni che si vogliono apportare – grazie anche all’impiego delle risorse attinte per il tramite del finanziamento eventualmente concesso – alle condizioni attuali di svolgimento della gestione operativa, in modo tale da assicurare

un'inversione del segno della disuguaglianza tra entrate ed uscite monetarie di entità sufficiente a garantire il potenziale rimborso del finanziamento concesso⁴.

Si noti, inoltre, che il problema connesso al rimborso del prestito ottenuto risulta aggravato dal fatto che la somma delle variazioni diminutive di cassa necessarie ad estinguere completamente il debito contratto risulta - di solito - maggiore, a valori nominali, dell'incremento iniziale verificatosi nel conto cassa e ciò in quanto tali deflussi contengono, al loro interno, il corrispettivo preteso dal finanziatore esterno per il servizio di prestito temporaneo del capitale dallo stesso reso nei confronti dell'azienda.

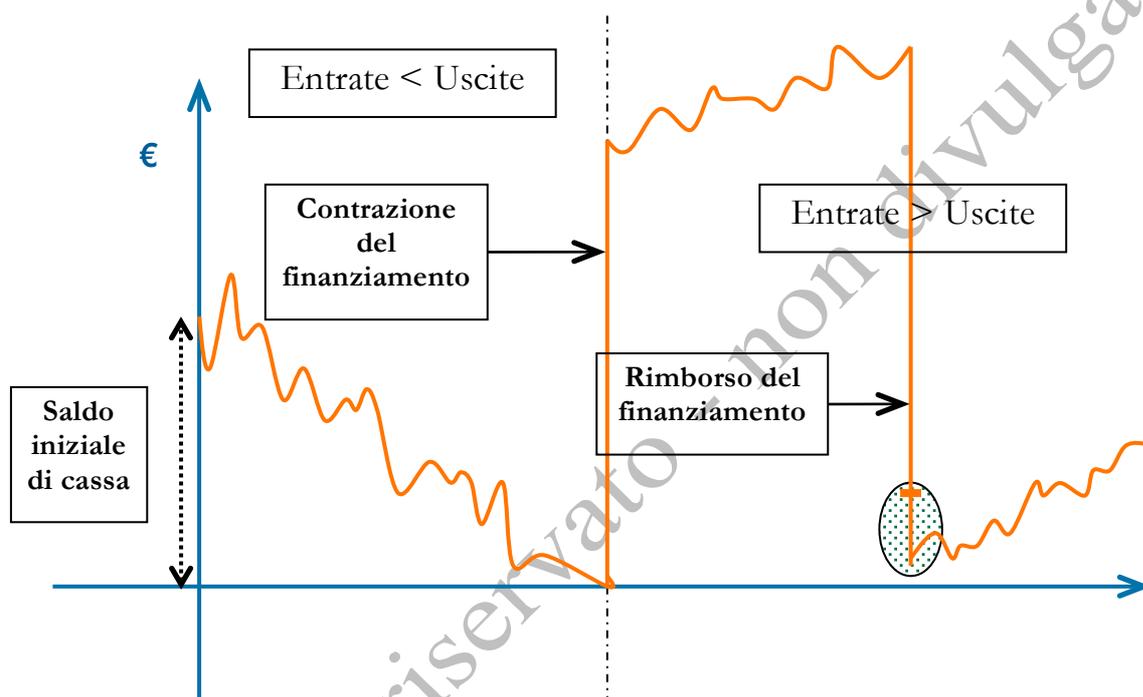


Fig. 3 – Il rimborso del debito viene reso possibile dall'inversione della relazione tra entrate ed uscite di cassa operative

E' di tutta evidenza che il rimborso di un prestito passivo precedentemente contratto può avvenire - come già si è lasciato intendere in precedenza - anche per il tramite del ricorso alla liquidità garantita dall'accensione di un nuovo debito⁵. In tali

⁴ "Il piano di risanamento industriale pone le basi per il ritorno alla redditività; tradotto in termini finanziari, esso costituisce la base su cui s'innesta il piano di ristrutturazione finanziaria: da un lato esplica i fabbisogni di risorse e il relativo profilo temporale, dall'altro consente di esprimere i flussi di cassa generati dalla gestione e utilizzabili per far fronte al servizio del debito. Più precisamente, il piano finanziario deve tradurre le risultanze del progetto industriale in una serie di decisioni da cui consegua il riassetto della struttura finanziaria che renda credibile, anche a medio termine, la sopravvivenza e il rilancio dell'impresa", GIUSEPPE BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea, Milano, 2000, pag. 231.

⁵ Osserva in proposito il de Dominicis: "Il pagamento dei debiti che giungono a scadenza è cosa ben diversa dalla riduzione, perché in precedenza, contemporaneamente ed in tempo successivo,

casi il problema relativo al disequilibrio finanziario viene ulteriormente spostato in avanti nel tempo. Inutile sottolineare come una strategia di dilazione del problema finanziario nel tempo risulti inevitabilmente caratterizzata da breve respiro. Un continuo scriteriato ricorso al finanziamento esterno quale via per risolvere un perdurante divario tra entrate ed uscite monetarie connesse allo svolgimento del processo produttivo non può, infatti, che risolversi in un peggioramento dell'equilibrio economico d'impresa; il quale, a sua volta, non può che riverberarsi negativamente in un aggravamento dello stesso squilibrio finanziario complessivo.

L'impresa che intende seguire una strategia di tale tipo risulta, invero, costretta a rifinanziare le posizioni di debito in scadenza per importi via via crescenti nel tempo. Ciò non deve sorprendere: lo insegna la stessa matematica finanziaria. Spostare in avanti nel tempo un flusso negativo di cassa significa, inevitabilmente, accrescerne la dimensione. Un continuo rinnovo delle posizioni debitorie aziendali non può che provocare un'espansione degli interessi passivi che l'impresa è tenuta a pagare. Conseguentemente le uscite future di cassa legate al pagamento dei debiti che l'impresa è oggi costretta a contrarre per spostare nel tempo il problema connesso alla riduzione dei debiti attualmente in scadenza non possono che risultare superiori alle omologhe uscite di cassa che oggi si dovrebbero sostenere.

Tutto ciò avviene anche a parità di tasso di interesse pagato. Ma aggiungere debito a debito⁶ significa inevitabilmente aumentare l'esposizione dell'impresa nei confronti dei terzi finanziatori e con ciò peggiorare il livello di rischio da questi sopportato. E' del tutto evidente, infatti, che tanto più un'impresa risulta indebitata, tanto più elevato è il rischio che i suoi creditori corrono di non vedersi restituito quanto hanno precedentemente prestato. L'aumento del livello di rischio percepito dai terzi creditori non può che riflettersi in un rinnovo delle condizioni alle quali il finanziamento è fornito. Conseguentemente l'impresa vede crescere il saggio di interesse percentuale richiestole sui nuovi finanziamenti e sui rinnovi; il che, naturalmente, non può che peggiorare l'evoluzione della posizione debitoria aziendale complessiva.

l'impresa può contrarre nuovi debiti. Quindi al pagamento può non seguire una riduzione del passivo", UBALDO DE DOMINICIS, *Lezioni di ragioneria generale*, vol. III, "Capitale, costi, ricavi e reddito", Bologna, 1976, pag. 139.

⁶ Non si dimentichi, infatti, che oltre ai debiti contratti per rimborsare i finanziamenti di terzi in scadenza, un'impresa caratterizzata da un perdurante squilibrio tra entrate e uscite di cassa dovute allo svolgimento della gestione operativa sarà costretta a contrarre nuovi debiti per finanziare la cassa "bruciata" dal processo produttivo. A problema, dunque, si aggiunge un nuovo problema.

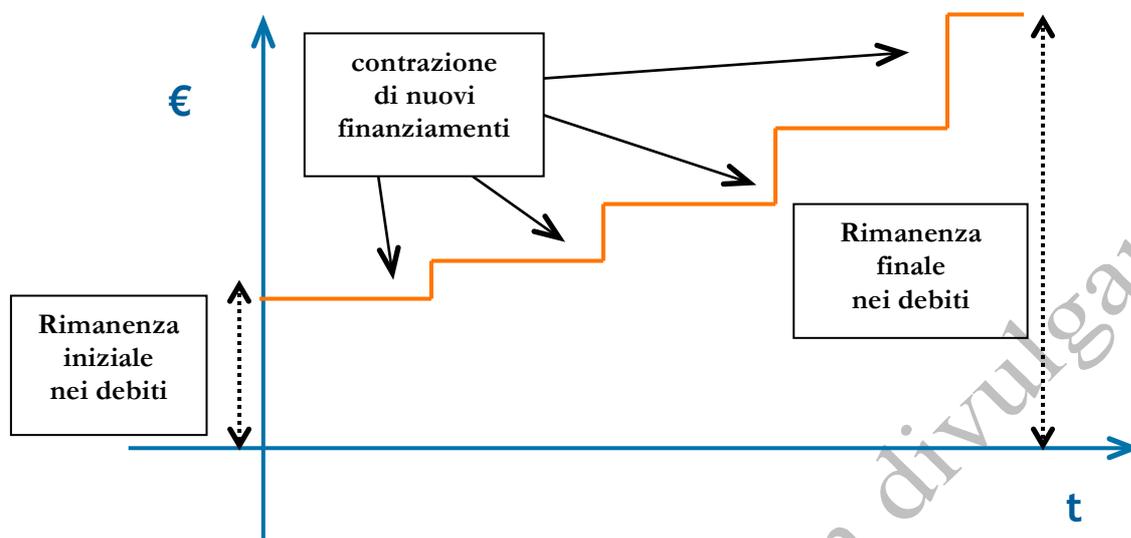


Fig. 4 – L’incremento nell’esposizione debitoria connesso ad un disequilibrio finanziario persistente

L’impresa che intenda seguire una simile strategia di sostituzione del debito a debito, senza intervenire sulle cause del problema (che sono rappresentate, lo si rammenta, da una inopportuna relazione tra entrate ed uscite di cassa) si avvia verso una spirale perversa che la conduce, quasi inevitabilmente, all’insolvenza o alla lesione dell’equilibrio economico (per via dell’aggravato peso degli oneri finanziari rispetto alle altre componenti reddituali).

Le considerazioni sin qui svolte rendono ormai evidente come il problema relativo alla gestione dell’equilibrio finanziario si risolva - in ultima istanza - nella necessità, per chi gestisce l’azienda, di coordinare opportunamente ed equilibrare nel tempo tre distinti flussi di cassa:

1. quello legato allo **svolgimento della gestione operativa** (*operating cash flow*)⁷;
2. quello connesso alle operazioni di **investimento e disinvestimento** di beni e servizi appartenenti alle classi delle immobilizzazioni o a quella delle disponibilità diverse da quelle c.d operative (*investing cash flow*)⁸.

⁷ “Operating activities are the principal revenue-producing activities of the enterprise and other activities that are not investing or financing activities. The cash flow from operating activities measures the amount of cash generated or used by the firm as a result of its production and sales of good and services.”

⁸ “Investing activities are the acquisition or disposal of long-term assets and other investments not included in cash equivalents.”

3. quello dipendente dalle operazioni di **finanziamento** o **definanziamento** (*financing cash flow*)⁹.

Ognuno di questi flussi risulta caratterizzato da dinamiche proprie che vanno accuratamente studiate.

2. Il prospetto dei flussi di cassa

Il presente paragrafo si propone di fornire una spiegazione abbastanza semplice, ma nel contempo sufficientemente approfondita, in merito al tessuto di relazioni logico-contabili che si trova – di fatto – alla base del processo di predisposizione del *Prospetto dei flussi di cassa* (noto anche con la denominazione anglosassone di *Cash Flow Statement*).

Partendo dall'equazione fondamentale

$$[01] \quad \mathbf{I = F}$$

dove:

I = Investimenti

F = Finanziamenti

si sostituiscono ad ognuna delle macroclassi contabili in essa contenute le relative componenti elementari. Come noto, infatti, il complesso degli investimenti aziendali può essere opportunamente distinto in:

L = Liquidità

CO = Crediti Operativi

S = Scorte

CF = Capitali Fissi

CFN = Crediti Finanziari

P = Partecipazioni

mentre l'insieme dei finanziamenti può essere suddiviso nelle seguenti classi elementari:

DO = Debiti Operativi

DF = Debiti Finanziari

CDA = Capitale d'Apporto

AUF = Autofinanziamento.

Si ha, pertanto che:

$$[02] \quad \mathbf{I = L + CO + S + CF + P}$$

⁹ "Financing activities are activities that results in changes in the size and composition of the equity capital and borrowings of the enterprise."

$$[03] \quad \mathbf{F = DO + DF + CDA + AUF}$$

L'equazione [1] può, pertanto, essere riscritta nel seguente modo:

$$[04] \quad \mathbf{L + CO + S + CF + CFN + P = DO + DF + CDA + AUF}$$

Riarrangiando opportunamente i termini contenuti nella [4] si ottiene la seguente formulazione, corrispondente alla riclassificazione cosiddetta "gestionale" dello stato patrimoniale:

$$[05] \quad \mathbf{L + (CO + S - DO) + CF + (CFN + P) = DF + CDA + AUF}$$

Fissando:

$$[06] \quad \mathbf{(CO + S - DO) = NWC}$$

e

$$[07] \quad \mathbf{(CFN + P) = FA}$$

dove

NWC = Net Working Capital (o Capitale Circolante Netto Operativo)

FA = Financial Assets

Sostituendo le espressioni contenute nella [6] e nella [7] all'interno della [5], la stessa può essere così riesposta:

$$[08] \quad \mathbf{L + NWC + CF + FA = DF + CDA + AUF}$$

Riarrangiando opportunamente la precedente espressione è possibile ottenere una nuova equazione nella quale il livello di cassa esistente in un determinato istante viene espresso quale funzione delle altre classi contenute all'interno dello stato patrimoniale gestionale:

$$[09] \quad \mathbf{L = DF + CDA + AUF - NWC - CF - FA}$$

Da questa passiamo a un'ulteriore equazione scritta in termini di variazioni nette (incrementi meno decrementi) occorrenti alle medesime classi contabili che costituivano la precedente:

$$[10] \quad \mathbf{\Delta L = \Delta DF + (APP - RMB) + (RE - DST) - \Delta NWC - \Delta CF - \Delta FA}$$

dove:

APP = Apporti

RMB = Rimborsi

RE = Risultato Economico

DST = Distribuzioni di reddito

Apporti, rimborsi e distribuzioni di reddito formano, se congiuntamente considerati, la classe dei “movimenti diretti di detto”. Volendo semplificare la [10] si può, pertanto, riscriverla nel seguente modo:

$$[11] \quad \Delta L = \Delta DF + MDN + RE - \Delta NWC - \Delta CF - \Delta FA$$

dove:

MDN = Movimenti Diretti di Netto

Ricordando che il risultato economico d’esercizio può essere calcolato aggiungendo e sottraendo al Margine Operativo Lordo le componenti (positive e negative) di reddito non ancora considerate ai fini della sua determinazione, si può scrivere che:

$$[12] \quad RE = MOL + IA - A\&A - IP + PFR - PDR$$

dove:

MOL = Margine Operativo Lordo

IA = Interessi Attivi

A&A = Ammortamenti e Accantonamenti a fondi rischi aventi natura di rettifiche di capitali fissi

IP = Interessi Passivi

PFR = Profitti di realizzo

PRD = Perdite di realizzo

Sostituendo la [12] nella [11] si ottiene la seguente equazione:

$$[13] \quad \Delta L = \Delta DF + MDN + (MOL + IA - AMM - IP + PFR - PDR) - \Delta NWC - \Delta CF - \Delta AF$$

Nel secondo membro della [13] sono contenute tutta una serie di movimentazioni che nulla hanno a che fare con le variazioni nel conto cassa. Vi possono essere, infatti, operazioni che producono due o più variazioni di segno opposto che rimangono confinate all’interno del secondo membro e che si annullano vicendevolmente. Se si vuole conferire all’espressione precedente piena efficacia in termini di rappresentazione delle variazioni intervenute nel livello della liquidità aziendale l’effetto di tali operazioni sulle variazioni precedentemente esposte deve essere neutralizzato.

Si giunge conseguentemente alla seguente equazione, nella quale le variazioni espresse al secondo membro sono solo quelle che hanno provocato le variazioni indicate nel primo membro:

$$[14] \quad \Delta L = \Delta DF' + MDN' + (MOL + IA - AMM - IP + PFR - PDR) - \Delta NWC' - \Delta CF' - \Delta AF'$$

Analizzando il secondo termine della [14] si scoprono le tre componenti algebriche che consentono di determinare le determinanti elementari del flusso di cassa. Esse sono le seguenti:

a) per l'*operating cash flow* (calcolato in via indiretta)

$$+ \mathbf{MOL} - \mathbf{\Delta NWC'}$$

b) per l'*investing cash flow*

$$\mathbf{(- \Delta CF' - A\&A + PRF - PRD) + (- \Delta AF' + IA)}$$

c) per il *financing cash flow*

$$+ \mathbf{\Delta DF} - \mathbf{IP} + \mathbf{MDN}$$

Si noti che il segno algebrico “+” precede le espressioni algebriche che sintetizzano variazioni patrimoniali relative a operazioni che comportano “afflussi” monetari e che, conseguentemente, vengono qualificate come “fonti di cassa”. specularmente le espressioni algebriche precedute dal segno “-” identificano variazioni patrimoniali cui corrisponde un “esborso” e, pertanto, qualificano le “fonti di cassa”.

materiale riservato - non divulgare