

ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

La gestione e il controllo della tesoreria e dei rischi finanziari nelle PMI

nr. **72.** Commissione Finanza e
Controllo di Gestione

a cura di:
Riccardo Coda

i quaderni

La gestione e il controllo della tesoreria e dei rischi finanziari nelle PMI

nr. **72.** Commissione Finanza e
Controllo di Gestione

a cura di:
Riccardo Coda

I Quaderni della Scuola di Alta Formazione

Comitato Istituzionale:

Marcella Caradonna, Giuseppe Grechi, Maria Cristina Messa, Lorenzo Ornaghi, Angelo Provasoli, Gianfelice Rocca, Andrea Sironi, Eduardo Ursilli, Flavio Zanini.

Comitato Scientifico:

Giuseppe Bernoni, Gian Luca Berruti, Marcella Caradonna, Franco Dalla Sega, Marco Giorgino, Guido Marzorati, Lorenzo Pozza, Patrizia Riva, Massimo Saita, Paola Saracino, Antonio Giovanni Pio Tangorra.

Comitato Editoriale:

Claudio Badalotti, Daniele Bernardi, Aldo Camagni, Marcella Caradonna, Corrado Colombo, Ciro D'Aries, Francesca Fieconi, Carlo Garbarino, Francesco Novelli, Patrizia Riva, Alessandro Solidoro, Gian Battista Stoppani, Alessandra Tami, Dario Velo.

Commissione Finanza e Controllo di Gestione

Delegato del Consiglio: Nicolino Cavalluzzo.

Presidente della Commissione: Alessandro Mattavelli.

Componenti: Michele Alfieri, Piero Aliprandi, Giuliano Vincenzo Altieri, Giovanni Antelmi, Carlo Arlotta, Andrea Arrigo Panato, Cristina Gilda Artese, Anna Beltrami, Giorgio Benin, Franco Bertoletti, Federico Bertolini, Sara Bertolini, Davide Bertolli, Alessandra Bestiani, Antonio Binacchi, Cesare Bocchetti, Ruggero Bonghi, Gianpaolo Bonilauri, Alberto Borroni, Eleonora Borzani, Pietro Bottani, Simone Bottero, Kristian Bresciani, Marco Brienza, Franco Broccardi, Federico Brogna, Paolo Brunetti, Simona Calabrese, Aldo Camagni, Cesare Fabio Capone Benazzi, Marco Caputi, Salvatore Carbone, Antonio Carnevale, Sergio Carteny, Vincenzo Cassaneti, Giuliana Cassioli, Caterina Cerenzia, Luisa Elisabetta Cevasco, Tony Chimenti, Francesco Chiarelli, Valerio Chignoli, Vincenzo Cocco, Elisabetta Coda Negozio, Riccardo Coda, Fabrizio Copaloni, Alfonso Cracchiolo, Giovanni Matteo Andrea Cugnasca, Edoardo Curò, Giulio d'Amico, Simone d'Angelo, Gabriele Dal Negro, Vincenzo Dattoli, Emanuele De Carolis, Francesco Aldo De Luca, Claudio De Maio, Fabio Pasquale De Marinis, Francesco Dell'Elmo, Renato Dell'Oca, Serenella Di Donato, Antonio Di Falco, Dario Di Gennaro, Cristina Erminero, Bonelli Fabrizio, Pierluigi Fanci, Marco Fanciulli, Marco Fantoni, Paolo Farinella, Mario Fiocca, Angelo Fiori, Gabriella Fordelisi, Franco Carlo Maria Formenti, Antonio Fortarezza, Vittorio Fortunato, Giuseppe Foti, Alberto Gustavo Franceschini, Gianluca Francesconi, Diletta Fuxa, Gianluca Gabellini, Fabio Galliani, Serena Galperti, Massimo Garampazzi, Roberto Gaslini, Rosario Gennaro, Luca Giuseppe Gianello, Manuela Gibellini, Edoardo Ginevra, Simone Maria Gogna, Luca Gozzetti, Clara Guidali, Franco Fabio Gulisano, Patrizia La Rocca, Oreste Lanfranchi, Skevi Licollari, Maurizio Leonardo Lombardi, Sara Maria Longoni, Riccardo Manca, Giuseppe Manchisi, Carlo Federico Manzoni, Claudia Marino, Tiziana Marongiu, Barbara Marrocco, Girolamo Matranga, Salvatore Mazzarella, Fabio Massimo Micalaudi, Giovanni Mirarchi, Angela Moliterni, Francesco Momentè, Vilma Bruna Monti, Paola Montrucchio, Roberto Mosca, Sabrina Murri, Antonino Nocastro, Sheila Occhipinti, Giuseppe Ottobelli, Gianluca Pallini, Alberto Antonio Palmieri, Andrea Pardo, Paolo Pasqui, Valeria Pastore, Flavio Paternò, Carlo Pesaro, Leonardo Petrella, Gianpaolo Piattella, Federico Pippo, Giancarlo Pizzocarò, Roberta Postiglione, Roberto Radicioni, Luca Rai, Annalisa Randazzo, Vittorio Riccardi, Riccardo Ricci, Angelo Riva, Maria Concetta Rizzo, Andrea Romito, Vittorio Sabella, Antonino Santoro, Christian Schipani, Riccardo Sclavi, Marco Sepe, Massimo Simone, Vanina Stagno, Massimo Talone, Alessandra Tami, Luciano Tarantino, Francesco Telch, Fabio Giovanni Todaro, Elvio Vaghi, Tiziana Vallone, Giorgio Venturini, Maria Vitiello, Giuseppe Vittorio, Luigi Alessandro Werner, Cinzia Mara Zanni, Antonio Zenatelli.

Osservatori: Jury Bonasia, Antonio Carnevale, Valerio Chignoli, Alberto Debernardi, Marco Fiameni, Giuseppina Garasci, Davide Iozzia, Luca Ludovico, Luigi Malachini, Cristina Mariani, Eleonora Moselli, Alberto Paterlini, Niccolò Pieri, Dario Romano Radelli, Maria Grazia Salerno, Francesco Sartori, Emanuele Serina, Giuliano Soldi, Cesare Luigi Spezia, Ennio Turano, Mario Venturini.

Direttore Responsabile:

Patrizia Riva

Segreteria:

Elena Cattaneo

corso Europa, 11 • 20122 Milano

tel: 02 77731121 • fax: 02 77731173

INDICE

1. Introduzione (a cura Riccardo Coda).....	7
1.1. Perché questo quaderno.....	7
1.2. In merito al perimetro della trattazione.....	8
1.3. In sintesi i contenuti del quaderno.....	10
2. In tema di risk management nell'ambito dei rischi finanziari (a cura di Cesare Luigi Spezia e di Pietro Bottani).....	13
2.1. Sul concetto di risk management: note introduttive.....	13
2.2. Il processo di risk management con riferimento ai rischi finanziari.....	14
2.2.1. Definizione di rischio.....	15
2.2.2. Impatti del rischio.....	16
2.2.3. Le fasi del risk management.....	17
2.2.4. Il controllo della esposizione al rischio: copertura o speculazione	24
2.2.5. La gestione statica e dinamica del rischio.....	25
2.3. Considerazioni di sintesi e possibili linee guida.....	25
3. Il controllo sulle determinanti dei flussi di cassa nella gestione caratteristica (a cura di Luca Ludovico e di Francesco Santori).....	29
3.1. Come si generano i flussi di cassa.....	29
3.2. Tratti distintivi della realtà aziendale presa in esame.....	32
3.3. La riclassificazione di bilancio.....	33
3.4. Il ciclo economico.....	37
3.5. La gestione del capitale circolante.....	42
3.5.1. La gestione e il controllo dei crediti.....	42
3.5.2. L'analisi della clientela: classificazione dei clienti.....	44

2.5.3.	La gestione dei pagamenti a fornitori.....	46
3.5.4.	La gestione del magazzino come elemento determinante nella gestione dei flussi di cassa.....	47
3.5.5.	La durata netta del ciclo commerciale	49
3.6.	Considerazioni di sintesi e possibili linee guida	51
4.	Dalla gestione passiva alla gestione attiva della tesoreria: il valore del tempo <i>(a cura di Riccardo Scavi e di Cesare Luigi Spezia)</i>	55
4.1.	Cosa significa una gestione attiva della tesoreria.....	55
4.2.	Le diverse fonti dei dati.....	56
4.2.1.	Quando e come usare le diverse fonti dei dati.....	58
4.2.2.	Le dimensioni del tempo e del rischio nelle previsioni.....	59
4.2.3.	Il processo integrato per la costruzione delle previsioni di tesoreria.....	62
4.3.	Le previsioni di cassa/finanziarie per il cash management.....	65
4.4.	La revisione periodica.....	66
4.5.	Suggerimenti per una contabilità di tesoreria	67
4.6.	Considerazioni di sintesi e possibili linee guida.....	70
5.	Coperture dei rischi di interesse, cambio e materie prime <i>(a cura di Cesare Luigi Spezia e di Pietro Bottani)</i>	73
5.1.	Strumenti di copertura dei rischi sui tassi di interesse.....	73
5.1.1.	Contratti a termine.....	73
5.1.2.	Interest Rate Swap (IRS).....	75
5.1.3.	Forward Rate Agreement (FRA).....	76
5.1.4.	I contratti di opzione: concetti introduttivi	77
5.1.5.	Cap, Floor e Collar.....	77
5.2.	Strumenti di copertura dei rischi sui tassi di cambio (e materie prime)	78
5.2.1.	Contratti a termine	78
5.2.2.	Contratti Future	80
5.2.3.	Contratti future su valute estere	81
5.2.4.	DCS (Domestic Currency Swap).....	82
5.2.5.	I contratti di opzione	82
5.2.6.	Considerazioni finali sugli strumenti derivati per la copertura del rischio cambio.....	85

6. Il cash pooling (a cura di Riccardo Sclavi e di Giuliano Soldi).....	87
6.1. Definizione, ambiti di applicazione, forme, disciplina contabile e aspetti fiscali.....	87
6.1.1. Definizione e ambiti di applicazione.....	87
6.1.2. Forme di cash pooling.....	88
6.1.3. Disciplina contabile.....	89
6.1.4. Aspetti fiscali.....	90
6.2. Cash pooling: l'impatto positivo sulla situazione finanziaria del gruppo e nei rapporti con gli stakeholder.....	90
6.2.1. I riflessi positivi del cash pooling sulla gestione della liquidità a livello di gruppo societario.....	90
6.2.2. L'influenza positiva del cash pooling sul rating attribuito dalla banca.....	92
6.2.3. Il cash pooling: una logica “double win” nel rapporto banca-impresa.....	94
6.3. Considerazioni conclusive.....	95
7. Le scelte dei supporti informatici per il cash management (a cura di Francesco Aldo De Luca e di Cristina Erminero).....	97
7.1. Introduzione.....	97
7.2. Come scegliere tra una rosa di software disponibili sul mercato.....	97
7.3. Modello Concettuale di un Sistema Informativo di Cash Management.....	101
7.4. Vantaggi e Svantaggi dei Software di Tesoreria.....	104
7.5. Variabili critiche di scelta dei software.....	105
7.6. I criteri per la scelta: dimensionare gli strumenti informatici sui reali fabbisogni aziendali di cash management.....	107
7.7. Se costruire supporti informatici “in casa”	107
7.8. Considerazioni conclusive.....	110
8. Postfazione (a cura di Massimo Solbiati).....	111
8.1. Il rapporto banca e impresa: uno scenario in continua evoluzione.....	111

8.2. Il ruolo centrale della tesoreria per la corretta comunicazione finanziaria.....	113
8.3. Conclusioni.....	114
9. Appendice (a cura di Riccardo Coda).....	117
9.1. Appendice 1.Check list per un audit sul grado di adeguatezza delle prassi aziendali di cash management.....	117
9.1.1. Annotazioni per l'uso.....	117
9.1.2. I punti della check- list proposti	118
9.2. Appendice 2.Contratti derivati: caso di studio su un Interest Rate Swap.....	122
9.3. Appendice 3.Glossario dei principali termini tecnici utilizzati nelle diverse tematiche del cash management&control.....	127
9.3.1. Glossario dei principali termini utilizzati nella gestione di tesoreria.....	127
9.3.2. Glossario di alcuni principali termini nelle operazioni in derivati.....	130
10. Bibliografia.....	135

1. INTRODUZIONE^(*)

1.1. Perché questo quaderno

Non ci proponiamo qui di fornire un manuale di finanza o un sussidio per il *cash management & control*, ve ne sono già innumerevoli sul mercato (cfr. anche bibliografia qui proposta), nè intendiamo fornire un compendio.

Il nostro intento è piuttosto di provare ad offrire al Commercialista-consulente d'impresa, nonché al Commercialista che opera negli organi societari di controllo, delle linee operative di riferimento, oserei quasi dire delle "linee guida", per poter egli, pur non essendo necessariamente un esperto in materia, interagire sul tema con l'imprenditore e dare alcuni consigli di base per un appropriato *cash management & control*, laddove si presentassero dei problemi; meglio, poter disporre di riferimenti, pochi, semplici, ma basilari, per aiutare le imprese clienti a prevenire i problemi e ricercare le opportune soluzioni per tempo.

Con tale spirito, alla fine di ogni argomento trattato, presenteremo, prendendo spunto sia da situazioni concrete sia da riferimenti dottrinali, alcuni suggerimenti nella logica di una **sana gestione e un sano controllo della tesoreria**. Con questa locuzione si desidera intendere una gestione attenta e funzionale all'interesse e al corretto funzionamento dell'impresa. Per meglio spiegarci, non va per esempio in questa direzione una tesoreria che si avvale di strumenti derivati per speculare sui tassi di interesse e sui cambi, oppure una tesoreria organizzata con costosi strumenti informatici non dimensionati sui reali fabbisogni dell'impresa, così come una tesoreria gestita giorno per giorno senza una programmazione che guarda in avanti per anticipare e risolvere prontamente i possibili problemi; oppure, ancora, una tesoreria che finanzia - con l'indebitamento a breve - anche

(*) A cura di Riccardo Coda, coordinatore del gruppo "Controllo di gestione", nell'ambito della Commissione Finanza e Controllo ODCEC Milano.

solo una parte degli investimenti in immobilizzazioni tecniche; non è infine in questa direzione una tesoreria che si avvale di opportunità derivanti dalla c. d. finanza agevolata, ma senza una corretta correlazione con investimenti che si inseriscano in una ragionata strategia competitiva.

Sempre in questa logica, proponiamo in appendice al quaderno una, pur non certo esaustiva, *check-list*, per dar modo al Commercialista di farsi un'idea, attraverso un veloce audit, circa il grado di adeguatezza delle prassi aziendali di *cash management & control* ai reali fabbisogni dell'impresa.

Le competenze storicamente necessarie al Commercialista sono quelle tributarie, amministrativo-contabili e di diritto commerciale. I temi della pianificazione e controllo della gestione e in particolare quelli che ruotano intorno alla gestione e al controllo della tesoreria, a nostro avviso, non sono ancora oggetto di specifico interesse né sono ancora considerati sufficientemente importanti per l'attività svolta.

Riteniamo che oggi il Commercialista-consulente d'impresa non può più limitarsi alle competenze di base, in quanto la clientela diventa sempre più esigente e richiede servizi sempre più allargati; a questa esigenza vengono incontro non solo le big multinazionali della consulenza, ma anche il, pur lento, processo di concentrazione degli studi professionali italiani che li mette nelle favorevoli condizioni di coagulare al loro interno, grazie alle maggiori dimensioni, competenze specifiche su più fronti. Il piccolo studio – per continuare ad offrire un servizio di qualità alla sua clientela – deve dotarsi, se non di **competenze allargate** come i grandi studi, almeno di una **cultura allargata** per intercettare i bisogni della clientela e riuscire quindi a soddisfarli in parte direttamente e in parte con l'appoggio di un network di professionisti che può e deve preconstituire intorno a se, anche facendo leva sul supporto dell'Ordine di appartenenza e delle sue commissioni di studio.

In questa direzione desidera andare il nostro lavoro riflesso in questo quaderno.

1.2. In merito al perimetro della trattazione

Le problematiche finanziarie delle aziende comportano da parte dell'imprenditore delle scelte che si pongono su tre differenti piani.

Il primo è quello delle politiche finanziarie di supporto alla strategia competitiva; si tratta delle scelte finanziarie di fondo circa le fonti finanziarie, quali l'aumento di capitale sociale e le modalità dell'indebitamento finanziario (se più a breve o a lungo termine, con quali

contratti finanziari, scoperto di conto corrente, anticipazioni su ri.ba per il breve, mutui, leasing per il medio e lungo termine), scelte necessarie per far fronte ai fabbisogni della gestione corrente e degli investimenti.

Il secondo piano riguarda le scelte commerciali e produttive, quali le politiche di credito alla clientela, piuttosto che le politiche sui livelli delle scorte di magazzino funzionali al grado di servizio in termini di tempestività delle consegne; tutte scelte che a seconda di come sono modulate comportano riflessi sugli impegni finanziari e sulle relative modalità.

Il terzo piano riguarda le procedure e le modalità con cui si svolge e si controlla la movimentazione degli incassi da clienti e dei pagamenti a fornitori e quindi i relativi strumenti (quali per esempio il bonifico bancario, l'assegno, la ricevuta bancaria, il rid, il mav), nonché le operazioni e i contratti finalizzati a gestire al meglio i flussi in entrata e in uscita: mi riferisco alle garanzie concesse alle banche e i contratti di affidamenti da esse ottenuti, come per esempio su scoperto di conto corrente, su anticipazioni import e export, le lettere di credito sovente utilizzate nelle esportazioni extra UE, le coperture sui rischi finanziari (rischi di cambio e di tasso di interesse); nei gruppi aziendali poi sono rilevanti su questo piano le modalità dei trasferimenti finanziari al loro interno e l'introduzione di procedure come il c.d. *cash pooling* per ottimizzarli.

Le scelte di tesoreria aziendale, se viste in senso stretto, riguardano nella prassi corrente le tematiche richiamate sul terzo piano, ma è inevitabile che su questo le altre scelte abbiano delle ricadute con anche condizionamenti di rilievo. Così, se la strategia competitiva comporta solo vendite al dettaglio con pagamento a pronti, non si pone il problema di finanziare i crediti, se poi si compra anche sul venduto (come molti portali internet di *e-commerce*) non si pone il problema di finanziare le scorte di magazzino; oppure se le vendite sono su mercati internazionali con valute differenti dall'euro si pone il problema dell'eventuale copertura dal rischio di cambio e così via.

In questo quaderno, ci focalizziamo dunque sulle tematiche citate sul terzo piano, non trascurando peraltro di delineare alcune interazioni con le problematiche poste sugli altri piani. Queste sono evidenziate in particolare nel capitolo dedicato alle determinanti dei flussi di cassa.

Come nella realtà, così anche nel corso della nostra esposizione, gli aspetti della gestione e quelli del controllo della tesoreria interagiscono e si sovrappongono tra di loro, ovvero vedremo come le scelte gestionali derivano sovente proprio dalle risultanze nelle fasi del controllo e come la

gestione orienta i campi d'azione del controllo.

Inoltre, si precisa che le attività di controllo sulle operazioni di tesoreria trattate nel quaderno, comprendono sia controlli amministrativi sulla correttezza delle operazioni, quali ad esempio il ricalcolo degli oneri finanziari e delle spese bancarie per verificare la correttezza degli addebiti/accrediti dalle banche a tale titolo, sia attività di programmazione e controllo quali l'analisi delle determinanti dei flussi di cassa per intervenire per tempo su di esse (per esempio sull'esposizione verso clienti) o il controllo *ex ante* sui flussi di cassa attesi, per decidere in tempo trasferimenti di disponibilità finanziarie tra i diversi conti bancari, per esempio da conto corrente ordinario a conto anticipi o tra conti intrattenuti presso differenti banche per sfruttare al meglio gli affidamenti concessi.

1.3. In sintesi i contenuti del quaderno

Il filo conduttore che guida e lega tra di loro i vari capitoli è la gestione dei rischi finanziari che rientra nel più ampio concetto di gestione del rischio d'impresa "risk management". Poiché tali rischi – per definizione – non possono per essere eliminati, diventa fondamentale (i) esserne consapevoli e quindi (ii) gestirli al meglio con l'approccio e la strumentazione più idonei alle specificità della singola impresa.

Il quaderno offre in apertura un doveroso inquadramento dei rischi finanziari: come identificarli, analizzarli, valutarli, controllarli e gestirli; sono fornite quindi indicazioni pratiche e di facile comprensione sul come far fronte a questi rischi e sull'utilizzo di possibili strumenti di copertura senza "farsi del male".

I capitoli successivi propongono - anche attraverso l'esame di casi concreti e di molteplici esempi – modalità operative e strumenti rivolti a tenere sotto controllo i rischi finanziari.

In particolare – nell'ambito di tali rischi – una certa attenzione è dedicata nel quaderno al rischio di credito in caso di mancato adempimento delle obbligazioni assunte dalle controparti commerciali (capitolo 3); al rischio di oscillazioni nei prezzi delle materie prime non più copribili da adeguamenti dei prezzi di vendita (capitolo 3), al rischio di liquidità, ossia al rischio che vengano meno le risorse finanziarie necessarie per onorare scadenze e importi dei debiti in essere (capitoli 3 e 4); al rischio di tasso di interesse correlato alle fluttuazioni dei tassi bancari; al rischio di cambio in presenza di crediti/debiti in valuta estera

(capitolo 5).

Segnatamente, il tema del terzo capitolo riguarda il controllo sulle determinanti di cassa applicato a un caso concreto: mette in evidenza come i flussi di cassa sono condizionati dall'andamento della gestione economica e della gestione del capitale circolante netto, composto nella accezione *strictu sensu* da crediti, rimanenze di magazzino e debiti.

Si passa poi - nel quarto capitolo - a dare alcune indicazioni sulla costruzione delle previsioni di tesoreria con un "taglio" semplice, ma rigoroso e sotto alcuni aspetti, direi, innovativo, volto a dare un supporto pratico per mettere le PMI nelle condizioni di attuare una gestione attiva e consapevole della tesoreria. Qui si propone un possibile modello di previsione di cassa per dominare il rischio di liquidità.

Nel capitolo successivo, quindi, un certo spazio viene dedicato ai c.d. derivati per la copertura dei rischi sui tassi di interesse e sui cambi con una descrizione di base sul funzionamento dei derivati in esame; inevitabile l'utilizzo di tecnicismi (pur contenuti al minimo necessario).

Il capitolo che segue accenna al tema del *cash pooling* quale strumento necessario per ottimizzare i flussi finanziari nei gruppi aziendali e dominare così meglio il rischio di liquidità oltre a ottimizzare gli oneri finanziari; in effetti, anche le PMI in alcuni casi sono organizzate con diverse *legal entities* la cui costruzione può trovare varie motivazioni, come quella di evitare la concentrazione del rischio imprenditoriale o quella di meglio gestire diverse aree d'affari in una logica anche di immagine nei confronti dei mercati o, ancora, quella di tenere in una struttura societaria specifica la proprietà dei marchi e brevetti e degli immobili: il *cash pooling* è uno strumento finanziario che permette di superare le problematiche finanziarie in assetti societari o organizzativi distribuiti su più entità (societarie o organizzative).

Nell'ultimo capitolo, poi, sono proposti dei riferimenti per orientare le scelte sugli strumenti informatici per gestire e controllare la tesoreria. Non scegliere o una scelta sbagliata non può che accrescere i rischi finanziari; si tratta dunque di scelte da fare e da ponderare bene:

- per dotare l'impresa di idonei strumenti e correttamente dimensionati ai suoi specifici fabbisogni (approccio situazionale),
- nonché per contenere il rischio di condizionamenti - inevitabilmente di parte - insiti nelle proposte commerciali delle software house.

Nel corso della trattazione - laddove riferibili sono stati altresì richiamati i principi contabili internazionali (cfr. lo IAS 39 in tema di strumenti finanziari derivati) e i principi contabili emessi dall'OIC (in fase

ancora di “bozza per la consultazione”; segnatamente l’OIC 10⁽¹⁾ sugli schemi alternativi di rendiconto finanziario a seconda che si applichi il c.d. metodo diretto o quello c.d. indiretto (cfr. capitoli 3 e 4) e l’OIC XX⁽²⁾ in tema di derivati con particolare attenzione ai “criteri di ammissibilità per la contabilizzazione delle operazioni di copertura” (cfr. capitoli 2 e 5).

Infine, nell’appendice si propongono supporti con un taglio pratico:

- la *check-list*, già sopra menzionata, per un facile audit, circa il grado di adeguatezza delle prassi aziendali di *cash management&control* ai reali fabbisogni dell’impresa,
- un caso esemplificativo di derivato di tipo “speculativo” per la copertura del tasso di interesse “*interest rate swap*”,
- un breve glossario della terminologia tecnica di uso più frequente per agevolare la lettura del quaderno e il dialogo nelle aziende clienti sulle tematiche di *cash management&control*.

(1) Si precisa, peraltro, che, al fine di perseguire efficaci programmi e controlli sulla tesoreria in corso d’anno, è fondamentale l’approccio situazionale, caso per caso, che può talvolta rendere opportuno adattare e semplificare, ma personalizzandoli al caso concreto, gli schemi prefigurati dall’OIC 10 per il bilancio oggetto di pubblicazione (cfr. capitolo 3) o addirittura discostarsi, entrando in analisi non contemplate dall’OIC 10: al riguardo in particolare l’approccio seguito nel capitolo 4 in tema di programmazione di tesoreria.

(2) Si rileva in sede di pre-stampa del presente quaderno, che l’OIC XX è stato recepito definitivamente con alcune integrazioni/modifiche dall’OIC 32.

2. IN TEMA DI RISK MANAGEMENT NELL'AMBITO DEI RISCHI FINANZIARI^(*)

2.1. Sul concetto di risk management: note introduttive

Il *risk management* (RM) è un argomento vasto e complesso, ma si ritiene che non può per questo essere ignorato o interamente delegato al mondo bancario da parte di coloro che gestiscono la finanza e la tesoreria anche delle PMI.

Parte della difficoltà di affrontare questi temi dipende dal fatto che si tratta di concetti specialistici, che possono confondere chi non è esperto, anche se in realtà sono abbastanza semplici da gestire una volta conosciuti. Prendiamo ad esempio le definizioni di volatilità ed incertezza, che nel lessico comune vengono facilmente confusi tra di loro.

Nel *risk management* la **volatilità** è definita come la variazione del prezzo di un bene nel tempo; nella prassi è rappresentata dalla varianza (o scarto quadratico medio), cioè la differenza quadratica media tra il valore e la sua media, in un periodo dato. In formula:

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

L'**incertezza**, meglio la prevedibilità, invece è un concetto che riguarda la capacità di definire in anticipo il valore di un fenomeno futuro, e viene misurata tramite la percentuale attribuita all'avverarsi di un certo accadimento.

Abbiamo quindi i concetti di oscillazione di un evento, per il passato o per il futuro, e di definizione di un valore preciso di un evento, che riguarda il solo futuro.

(*) A cura di Cesare Luigi Spezia, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano, Pietro Bottani, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

Notiamo anche che la varianza calcolata con la formula vista sopra prende in esame sia le oscillazioni positive, sia quelle negative, quando invece nella gestione dei rischi hanno rilevanza solo queste ultime: infatti, nel *risk management* si utilizza anche il calcolo della sola volatilità asimmetrica o **semideviazione negativa**, dove la formula è così scritta:

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

con $X_i < \bar{X}$ dove \bar{X} è la media aritmetica di X .

Questa formula permette quindi una migliore definizione dell'effettiva possibilità di incorrere in una variazione negativa. Si tratta quindi di conoscere i concetti sottostanti e la terminologia adatta alla gestione corretta del rischio per non incorrere in errori metodologici anche piuttosto pericolosi.

Ciò premesso, qui ci limitiamo allo schema minimo del *Risk Management*, quale riferimento per il commercialista-consulente d'impresa e nello spirito di Einstein: “**si devono rendere le cose il più semplici possibile, ma non più semplici di così**”.

2.2. Il processo di risk management con riferimento ai rischi finanziari

La gestione del rischio, il *Risk Management*, si occupa della gestione di tutti gli accadimenti aleatori nella vita dell'impresa: il *management* deve affrontare molti tipi di rischio, tra cui ricordiamo brevemente i rischi puri, i rischi operativi, i rischi di *compliance* e infine i rischi finanziari, così articolati:

- Rischi finanziari
 - di liquidità
 - di credito
 - **di mercato**
 - tassi d'interesse
 - cash flow
 - fair value
 - materie prime
 - cambi valutari

Noi **ci focalizziamo qui sui rischi finanziari di mercato**, e descriviamo sinteticamente uno schema per la loro comprensione e gestione.

2.2.1. Definizione di rischio

La definizione di rischio è un concetto che ha subito molte evoluzioni nel tempo ed è ancora oggetto di approfondimenti.

Nel RM, una delle più semplici e largamente applicate definizioni è la seguente:

definiamo Rischio come l'effetto di un evento aleatorio sul valore misurato

Rischio = Probabilità * Impatto ($R=P*I$) dove:

R è il Rischio;

P è la Probabilità che un evento accada;

I è l'Impatto, cioè il valore economico (inteso come variazione di Conto Economico o di Stato Patrimoniale) che una impresa subisce in seguito all'avverarsi dell'evento probabile.

Notiamo anzitutto come questa definizione sia simmetrica, cioè il rischio è il risultato sia di un evento positivo, che di un evento negativo: questa duplice possibilità, legata al fattore aleatorio che può essere sia favorevole, che sfavorevole, è il motivo per cui la semivarianza vista prima può dare una migliore rappresentazione dei possibili impatti negativi di un evento, dato che non è detto che eventi negativi e positivi abbiano la stessa probabilità di accadere (*skewness risk*).

Con la nostra definizione, abbiamo quindi da stimare due variabili per definire il rischio: la **probabilità** e l'**impatto**, cioè la variazione economica dovuta all'accadimento. Alti rischi possono dipendere da eventi estremamente rari, ma di grave rilevanza, come un incendio, o viceversa da piccole perdite, ma ad elevata frequenza. Anche qui notiamo come spesso per i rischi finanziari la probabilità sia un fenomeno esterno, derivato dai mercati finanziari e comune a tutti gli operatori. L'impatto invece ha valori caratteristici e specifici per ogni impresa, dipendendo dalla configurazione dei fattori produttivi adottata. È per questo che non può esistere una singola o una semplice politica di copertura valida per tutte le imprese: la gestione del rischio deve per forza essere costruita e gestita all'interno dell'impresa, pur avvalendosi anche di risorse consulenziali, e non può essere delegata esternamente. Infatti, solo l'impresa può conoscere gli effetti di una variazione dei mercati sul proprio conto economico e stato patrimoniale, e solo l'impresa può verificare se questi impatti siano diversi in momenti diversi. Può essere, infatti, che una corretta operazione di copertura da un rischio possa col tempo trasformarsi e, senza quasi darne segnalazione, diventare una involontaria operazione speculativa ... e spesso con sgradite conseguenze.

2.2.2. Impatti del rischio

Per non semplificare troppo, può essere opportuno distinguere, qui di seguito, tra le diverse manifestazioni del rischio finanziario di mercato:

- il rischio transattivo
 - è la componente relativa al rischio per le operazioni già perfezionate: è la più comunemente intesa, ed ha specifica e semplice individuazione nel bilancio, scaturendo ad esempio da operazioni già contabilizzate in valuta diversa da quella utilizzata in contabilità e relative a compravendite la cui regolazione è posticipata rispetto alla conclusione del contratto.

- il rischio economico
 - rappresenta il rischio generico a cui una impresa espone il proprio Conto Economico in caso di variazione dei valori di mercato: non è dato dalla semplice somma dei rischi transattivi, come potrebbe sembrare a prima analisi, perché comprende anche gli effetti delle variazioni dei prezzi sulle operazioni non ancora concluse. Esempio tipico potrebbe essere l'effetto sul conto economico di una variazione del cambio su un listino prezzi espresso in valuta estera e che sia valido per l'intero anno in corso. Il calcolo di questo rischio richiede l'analisi dei contratti già operativi, ma non conclusi e la valutazione dei budget coinvolti; inoltre non è un rischio lineare perché, proseguendo con l'esempio appena descritto, una variazione del cambio può avere effetti di segno opposto su acquisti e vendite in valuta. È questo il livello più adatto per definire una politica di copertura.

- il rischio competitivo
 - elemento meno considerato dei precedenti, è il rischio che una variazione dei prezzi di mercato modifichi la struttura competitiva dell'impresa, alterandone gli equilibri strategici. Per sua natura il rischio competitivo si origina dal rischio economico visto sopra, ma lo supera per portata temporale e ampiezza strategica.

Tipicamente, il rischio transattivo si configura come di breve periodo, ed è di semplice calcolo sia nelle sue determinanti che nella analisi dei prezzi di mercato nel breve termine.

I rischi economici e strategici sono a durata crescente, dal medio al lungo periodo, e con un maggior grado di indeterminatezza, sia per gli importi che per le scadenze, e infine per le maggiori complessità di valutazione delle oscillazioni dei mercati, che rendono più complesso l'impiego di soluzioni quantitative per la valutazione del rischio.

La co-presenza delle tre tipologie confluisce comunque in un solo

sistema di controllo del rischio, che coordina gli effetti del rischio transattivo all'interno rischio economico e del rischio economico in quello strategico.

2.2.3. Le fasi del risk management

Nella gestione del rischio sono state codificate nella prassi del *Risk Management* alcune fasi tipiche, da utilizzare in sequenza, che permettono una corretta gestione del rischio:

- Identificazione dei rischi: coscienza
- Analisi dei rischi: conoscenza
- Valutazione dei rischi: ponderazione
- Controllo dei rischi: gestione

Nelle medie-grandi imprese compito di seguire questa procedura è del Comitato di Gestione del Rischio, che deve essere formato dal vertice aziendale e che ha lo scopo di definire la policy di gestione del rischio, in accordo con le linee strategiche e il livello di rischio aziendale definito dagli *stakeholders*.

Nelle maggioranze delle PMI appare che non siano adottate tecniche di gestione del rischio, considerato lo sfavorevole rapporto costo-beneficio⁽³⁾. Laddove sono adottate, lo sono per lo più a seguito di fattori esogeni, ovvero che riguardano il mondo in cui le imprese operano (si pensi alle problematiche e ai cambiamenti derivanti dalla crisi economica globale). In tali casi, la responsabilità della gestione del rischio è spesso ricoperta da una figura interna che svolge anche altri ruoli (l'amministratore); nelle medie imprese è sovente il direttore finanziario a occuparsi della gestione dei rischi.

2.2.3.1. Identificazione dei rischi

La fase di identificazione dei rischi è fondamentale per una corretta impostazione della loro gestione: l'importanza di questa analisi è stata sottolineata dal legislatore, la cui attuale normativa – peraltro in continua evoluzione – riportiamo in stralcio.

(3) Cfr. un interessante *paper* sul *risk management* nelle PMI italiane curato nel 2014 dal Dip. Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano, che ha svolto una ricerca su un campione di circa 700 PMI.

Art. 2428 Relazione sulla gestione

- [1] Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori [omissis] con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una *descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta*.

L'analisi di cui al comma 1 è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società

[omissis]

- [2] Dalla relazione devono in ogni caso risultare: [omissis]

(6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari⁽⁴⁾ e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:

a) *gli obiettivi e le politiche* della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;

b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

Ne deriva che all'impresa è richiesto conoscere i rischi cui è esposta e di darne comunicazione, e nel caso in cui si sia deciso di adottare una gestione dei rischi mediante strumenti finanziari e tale gestione possa avere un effetto 'rilevante' è necessario fornire una *disclosure* delle politiche adottate. Questo sicuramente al fine di informare i terzi circa la presenza di rischi legati ad una cattiva gestione delle coperture adottate: non si richiede altrettanta trasparenza sui livelli di rischio che l'impresa decide di non coprire e quindi di ricevere passivamente nel proprio conto economico o nello stato patrimoniale: si noti che anche decidere di non fare nulla è una politica di gestione del rischio, che si chiama accettazione del rischio, e come tale è bene che venga quantificata.

Essenziale nella identificazione dei rischi è comprendere quali siano le aree organizzative in cui i rischi stessi possono manifestarsi: tipicamente si tratta delle funzioni di:

- Vendita, per quanto concerne i budget di vendita, prezzi, condizioni di pagamento in termini di dilazione e valuta, ecc.

(4) Strumenti finanziari sono: valori mobiliari, strumenti del mercato monetario (per esempio, buoni del tesoro, certificati di deposito e carte commerciali), quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio e contratti su strumenti derivati (per esempio, contratti di opzione, *future*, *swap*). I mezzi di pagamento, invece, non sono strumenti finanziari.

- Acquisto, per quanto concerne i budget di acquisto, condizioni di pagamento, dilazioni, valuta di regolamento ecc.

- Direzione Generale, relativamente alle scelte di investimento, disinvestimento, locazione, finanziamenti, ecc.

- Tesoreria, per quanto concerne sia la sintesi delle operazioni d'impresa come sopra indicate, oltre a quelle specifiche della funzione come investimenti e finanziamenti di breve periodo, e la presenza di operazioni di copertura già in essere e da gestire fino alla loro scadenza.

L'elenco è sintetico ed ha un semplice valore indicativo e non esaustivo: sta al comitato di gestione rischi valutare quali siano le funzioni in cui si generano i rischi di mercato.

2.2.3.2. Analisi dei rischi

Abbiamo visto sopra come per rischio si debba intendere (probabilità per impatto), dove la variabile “impatto” è diversa per ogni impresa e varia in ogni momento.

Questa circostanza è di massima importanza e merita una puntualizzazione: tutte le imprese sono soggette ai rischi finanziari, dovuti alla probabilità della variazione dei prezzi di mercato, ma ciascuna avrà un rischio diverso dalle altre, dato che ha combinazioni diverse e particolari dei fattori produttivi e dei mercati di vendita.

A titolo di esempio, riportiamo andamenti e le variazioni dei prezzi dei principali mercati finanziari in cui l'impresa potrebbe avere un interesse: una rapida “presa di coscienza” della storia della variazione dei prezzi su tre mercati fondamentali, tassi d'interesse, una materia prima basilare e il cambio euro/dollaro, che permette di stimare la componente ‘probabilità’ del calcolo del rischio.

Euribor 3 mesi								
Anno	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Valore fine anno	4,84%	3,28%	2,86%	2,12%	2,15%	2,49%	3,73%	4,67%

Euribor 3 mesi								
Anno	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Valore fine anno	2,86%	0,70%	1,00%	1,34%	0,19%	0,28%	0,08%	-0,13%

Rame, London Metal Exchange								
Anno	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Variazione % annua	-0.4%	-6.6%	1.2%	14.2%	15.0%	18.8%	22.3%	4.4%

Rame, London Metal Exchange								
Anno	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variazione % annua	-37.2%	68.6%	21.7%	-16.3%	3.0%	-3.9%	-11.3%	15.3%

Cambio Eurodollaro								
Anno	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Variazione % annua	-8.4%	-6.2%	18.1%	19.1%	9.1%	-12.7%	11.4%	11.5%

Cambio Eurodollaro								
Anno	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variazione % annua	-4.7%	2.5%	-6.9%	-3.2%	2.0%	4.0%	-11.2%	-10.1%

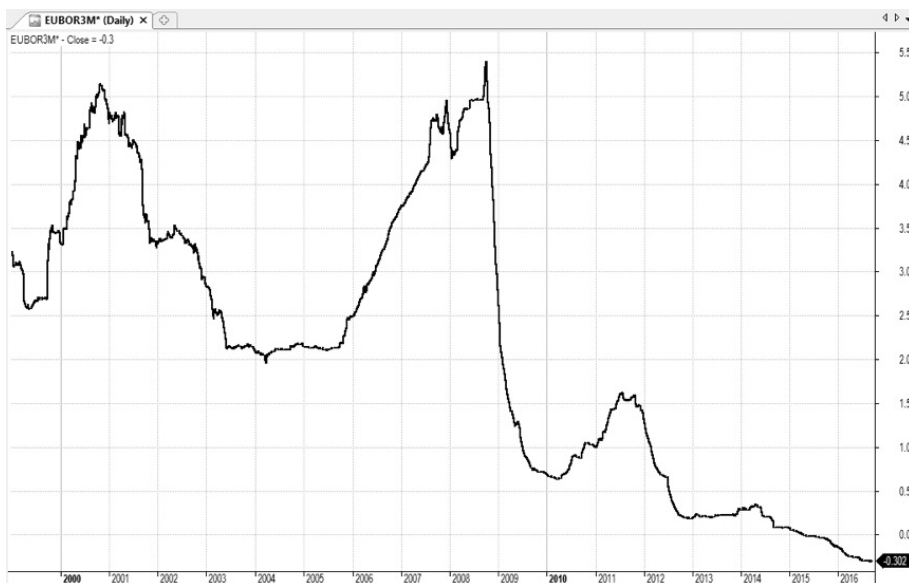
La scelta sopra, pur arbitraria, è un campione abbastanza rappresentativo della volatilità a cui è esposta l'impresa: è bene però ricordare aspetti molto importanti dell'analisi:

- Anzitutto, la volatilità e i rendimenti esposti sono storici, e non c'è alcuna garanzia che in futuro si ripresentino con le stesse modalità, né che i limiti inferiore e superiore non vengano superati: si veda ad esempio la volatilità del 2007, ampiamente superata nel 2008 in quasi tutti i mercati
- I mercati presentano un certo grado di correlazione, variabile nel tempo ma abbastanza percepibile: quindi essere esposti su più di un mercato contemporaneamente può avere effetti moltiplicativi o riduttivi della volatilità totale, in dipendenza della posizione globale di ogni data impresa. Si rafforza quanto già detto, cioè che il rischio ha configurazioni diverse per ciascuna azienda, e la semplice aleatorietà di un mercato non

è sufficiente a definire il rischio perché si deve calcolare l'impatto

- Alcuni rischi dei mercati sono correlati: se la correlazione è diretta, si aumentano a vicenda, e se inversa tendono invece a ridursi l'uno con l'altro. Altra tipologia simile è quella dei rischi congiunti, tipica ad esempio dei prezzi di molte materie prime.

Si apprezza poi come, oltre alla componente aleatoria della volatilità, esistano anche dei trend, cioè dei movimenti direzionali dei prezzi che hanno la tendenza a rimanere inalterati per un certo tempo. Ad esempio il grafico qui sotto mostra come i valori dei tassi di interesse siano prima cresciuti, poi siano discesi, ed infine siano rimasti stabili con una certa costanza del trend in dati periodi di tempo. Tale permanenza si mantiene fino a che le condizioni di mercato non cambiano, nel caso in esempio per le manovre monetaria della Banca Centrale che a sua volta decide in base a variabili macroeconomiche, ad esempio il tasso d'inflazione atteso (rappresentato nel grafico con la linea spezzata).



La presenza di *trend* può quindi dare la possibilità, **ma più spesso l'illusione**, di essere in grado di definire in anticipo il futuro andamento dei prezzi, aprendo la strada a una gestione del rischio rilassata o semplicistica: occorre invece sempre ricordare come gli eventi anche più inattesi possano improvvisamente manifestarsi. La presenza di trend rende al massimo possibile la scelta di metodologie più o meno dinamiche rispetto al rischio, sfruttando il momento favorevole fino a dove sia

possibile: ma anche così si deve predisporre un frequente monitoraggio e di un piano che permetta di gestire immediatamente una eventuale interruzione del trend stesso. Osserviamo dunque come la sola volatilità sui dati storici non è sufficiente a definire l'aleatorietà dei prezzi passati, né soprattutto serve a predire la futura variazione dei prezzi stessi. Quello che è possibile è avere una indicazione di massima della ampiezza possibile della volatilità e della variazione futura dei prezzi, intesi come fenomeni distinti.

Ma l'evoluzione dei mercati ne ha portato ad una progressiva finanziarizzazione, ovvero alla presenza di operatori solo speculativi come distinti dagli operatori acquirenti/venditori e dagli assicuratori. Questo fenomeno ha aumentato la volatilità, rendendo più veloci e violenti i movimenti dei prezzi, e ha creato una forte correlazione tra i mercati, che ne ha fatto crescere la fragilità. Il fenomeno ha anche un aspetto positivo, dato che la presenza di molti operatori capitalizzati aumenta la liquidità del mercato e quindi la sua efficienza: peraltro ne ha aumentato la imprevedibilità, poiché le posizioni solo speculative sono per natura assai più volatili ed aleatorie rispetto a quelle fondate sulla economia reale.

I dati visti sopra devono quindi essere interpretati come una semplice delimitazione generica dei massimi e minimi di oscillazione dei prezzi, ed in nessun modo sono da interpretare come indicazioni medie delle oscillazioni future e tantomeno come previsioni di lungo periodo.

L'impresa però può apprendere dalla storia quale sia stato l'effetto dei mercati finanziari sulla propria struttura economica e patrimoniale; integrando questa analisi con le previsioni e gli scenari economici, è possibile passare alla terza fase della gestione del rischio.

2.2.3.3. Valutazione dei rischi

Questo è l'elemento essenziale del calcolo del rischio, e si ottiene dal confronto tra probabilità e impatto. Nella sezione precedente abbiamo visto la possibilità di variazione dei prezzi, nella loro duplice accezione di volatilità e direzione (intesa come rendimento, ossia differenza di valore) e questi sono fenomeni che impattano tutti i soggetti economici presenti nel mercato allo stesso modo.

Ma ciò che conta veramente è calcolare il rischio effettivo, e per determinarlo occorre conoscere l'esposizione: elemento che può essere noto solo all'interno dell'impresa.

Il metodo più semplice per fare questa analisi è misurare di quanto varia il valore patrimoniale dell'impresa (ad esempio un credito, un debito, il costo di acquisizione di una materia prima, un flusso finanziario di

pagamento di un mutuo) al variare dei prezzi di mercato; in questo modo è semplice calcolare la differenza di valore prima e dopo la variazione ipotizzata.

Ad esempio, nel caso di valutazione di esposizione al **rischio valutario**, occorre avere la posizione esatta dell'esposizione netta, (cioè la posizione creditoria meno quella debitoria) per ogni data unità di tempo ed aggiornare il risultato, in modo da avere una base omogenea di confronto tra le diverse componenti. L'operazione, pur concettualmente semplice, richiede una conoscenza esatta della esposizione futura sia degli importi che della date di regolazione, calcolo che richiede una precisa previsione finanziaria. Si procede poi a simulare una variazione del mercato nella direzione più negativa per l'impresa, di una ampiezza tale da rappresentare la massima oscillazione prevedibile.

Analoga è la stima del **rischio da variazioni del tasso di interesse**: occorre inserire crediti, debiti, pagamenti di interessi ed in genere tutti i valori soggetti a calcolo del tasso di interesse in gruppi omogenei per scadenza (in gergo: “*time buckets*”). Si procede quindi a simulare una variazione del tasso d'interesse uguale in tutti i *buckets* e nella direzione più dannosa per l'impresa, e si ricalcola ogni importo; la differenza tra il valore attuale degli importi di ciascun *bucket* prima e dopo la variazione, rappresenta il rischio cui è esposta l'impresa.

Essenziale resta la disciplina e la tempestività con cui i settori aziendali in cui si manifesta il rischio devono comunicare alla tesoreria ogni variazione della esposizione: solo così è possibile organizzare una gestione efficace del rischio. Può essere molto utile predisporre un singolo modulo di comunicazione formale delle variazioni, e distribuire agli attori coinvolti un report formale che comunichi a tutti gli interessati la posizione globale a rischio. Questo perché il rischio d'impresa non solo è dato dalla somma dei rischi presenti in ogni funzione, ma può anche essere superiore se esistono correlazioni tra le diverse tipologie di rischio: è quindi essenziale che tutti i decisori siano messi a conoscenza degli effetti cumulativi delle scelte individuali.

2.2.3.4. Controllo dei rischi

La fase di valutazione è seguita dalle decisioni sul controllo dei rischi: abbiamo quattro scelte principali

- Ritenzione
- Condivisione
- Riduzione o mitigazione
- Eliminazione.

La **ritenzione del rischio** è la scelta di accettare gli esiti delle variazioni dei prezzi: tale politica può essere corretta se i rischi sono conosciuti e valutati come bassi: e date le alte e variabili volatilità sui attuali mercati finanziari, il rischio è basso soprattutto se è l'impatto che è contenuto. Tale politica passiva però andrebbe esplicitata tanto quanto una scelta di copertura, anzi di più perché gli *stakeholders* hanno il diritto di conoscere sia il livello di rischio, sia la scelta manageriale di utilizzare i mezzi propri per assorbirlo.

La **condivisione del rischio** è la scelta di dividerlo con una controparte: è tipicamente la forma della 'assicurazione' o comunque delle coperture statiche, perché in questo modo il rischio viene ripartito tra l'impresa e un altro soggetto. Infatti la assicurazione non fa cessare il rischio: ad esempio ricordiamo i casi in cui la controparte non onora il contratto, sia perché sia fallita o perché il contratto prevede qualche specifica clausola di esclusione per particolari eventi; altresì, l'assicurazione può prevedere delle franchigie, e pertanto parte del rischio potrebbe restare all'assicurato.

La **riduzione del rischio** è il processo con il quale si cerca ridurre l'esposizione o la probabilità dell'evento negativo: un tipico esempio è la presenza di impianti antincendio, piuttosto che una polizza contro gli incendi.

L'**eliminazione del rischio** è impossibile, a meno di evitare totalmente la parte di business esposta al rischio.

2.2.4. Il controllo della esposizione al rischio: copertura o speculazione

Il controllo dell'esposizione al rischio è la fase finale della sua gestione ed è fondamentale per la valutazione del processo di gestione del rischio. Ciclicamente, e comunque almeno una volta l'anno, occorre valutare l'efficacia delle operazioni svolte, per capirne gli effetti e valutare eventuali correzioni.

Tale operazione è ben descritta nello IFRS9, principio contabile che sta per essere recepito anche dal nostro ordinamento tramite il OIC XX dedicato alla rilevazione e contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati, che sono una delle modalità di gestione del rischio.

Rimandando ai principi contabili, diamo qui una sintesi del metodo di verifica previsto: una copertura si definisce efficace se le variazioni di valore dell'elemento coperto sono compensate dalle variazioni del valore della copertura.

Per essere definita una copertura, il derivato deve dimostrare una stretta correlazione con l'elemento coperto: nello IFRS39 tale legame era

definito valido se la variazione del Fair Value o dei flussi finanziari della copertura era compresa tra il 80% ed il 125% della analoga variazione dello strumento coperto. In caso contrario, il derivato è da intendere come operazione di speculazione.

Nell'OICXX paragrafo 69 l'efficacia è definita tramite un 'rapporto economico tra elemento coperto e strumento di copertura', e che ci sia una 'variazione sistematica' tra elemento coperto e strumento di copertura. (è ammesso che il rapporto di copertura sia diverso da 1, riferimento OICXX paragrafo 19).

L'elemento da tenere ben presente è che si deve procedere periodicamente a questo tipo di valutazioni per evitare che l'impresa si trovi nella condizione di coprire 'troppo' rischio o 'troppo poco' rischio rispetto a quanto programmato. La presenza di un processo di *Risk Management* strutturato nelle fasi sopra descritte è condizione indispensabile per permettere al management di fare con chiarezza le necessarie verifiche ed evitare di esporre l'azienda a involontarie operazioni di speculazione sui mercati finanziari, che, se non gestite adeguatamente, possono rivelarsi molto pericolose.

2.2.5. La gestione statica e dinamica del rischio

Negli approfondimenti che seguono, presentiamo alcuni esempi di gestione del rischio mediante coperture statiche, da intendere come l'utilizzo di strumenti derivati le cui caratteristiche vengono decise in un dato momento, tipicamente coincidente con il manifestarsi del rischio, e restano inalterate per tutta la durata del contratto. È da intendere che l'effetto della copertura resta comunque variabile, dato il diverso valore che il derivato assume al cambiare del prezzo del sottostante: approfondiremo brevemente questo concetto nel paragrafo sull'efficacia della copertura e sui rischi di speculazione.

Ricordiamo che esistono anche le politiche dinamiche di gestione del rischio, dove la gestione della copertura è in costante modifica seguendo i movimenti dei prezzi, all'interno però di parametri e metodi che sono definiti univocamente in anticipo.

2.3. Considerazioni di sintesi e possibili linee guida

Una premessa e due riflessioni conclusive

Nella nostra presentazione ci siamo concentrati sulla descrizione del processo di *risk management* che è la necessaria premessa alla corretta

applicazione delle prescrizioni dell'OICXX: questo principio contabile, in corso di approvazione nel momento in cui stiamo scrivendo, riguarda infatti la rilevazione, classificazione e valutazione degli eventuali derivati presenti in azienda, nonché l'esposizione in Nota Integrativa dei rischi generati dall'utilizzo dei derivati: ma come è chiaro dal principio stesso, i derivati sono la eventuale scelta finale di un processo di *risk management* per la copertura di un ben definito rischio.

La prima riflessione è che capita nella prassi, specie delle piccole imprese ma non solo, che dalla tesoreria ci si attenda un profitto dalle operazioni di copertura, e che ci si riferisca ad una buona copertura come a quella che ha generato un margine positivo per il conto economico. A parte la considerazione che non ci si deve attendere un utile da una posizione di copertura, come non lo si aspetta da una polizza assicurativa, vi è in questa visione un pericolo importante: un profitto creato da una gestione non formalizzata dei rischi finanziari può spesso dipendere da fattori casuali, e se spesso la fortuna cambia, sui mercati finanziari cambia rapidamente e spesso catastroficamente.

Questo ci porta alla seconda riflessione: volendo riassumere tutto il capitolo in una sola idea, desideriamo che il lettore abbia compreso l'importante differenza tra speculazione e copertura.

Troppo spesso gli operatori aziendali confondono le due operazioni, ed in mancanza di un processo anche semplificato di valutazione del rischio e di una corretta reportistica, è possibile scivolare senza accorgersi dalla copertura alla speculazione: il commercialista quindi dovrebbe riuscire a distinguere i due fenomeni applicando le regole del *risk management*.

È anche in questo che la nostra professione si distingue da quella dei consulenti finanziari: non solo possediamo le competenze specifiche per definire il fabbisogno di copertura, ma sappiamo anche quali siano i rischi civili e fiscali di operazioni finanziarie speculative non previste dall'oggetto sociale e non adatte alla operatività aziendale. E nella posizione di professionisti al servizio del cliente già a contatto con le rilevazioni interne, solo i commercialisti possono svolgere quelle rilevazioni e analisi preliminari e necessarie alla definizione della corretta copertura, che poi una volta definita correttamente può anche essere gestita con appositi contratti con intermediari finanziari.

Infine, una sintesi degli elementi da considerare per non fare errori.

Le cose da fare e da tenere presente:

- Distinguere sempre la previsione dagli scenari: la previsione è una determinazione univoca e circostanziata di un evento futuro, gli scenari

rappresentano delle possibili evoluzioni degli eventi futuri e pertanto sono da una parte più indeterminati, ma dall'altra permettono anche di cogliere il caso peggiore sul quale predisporre un piano "B". La corretta copertura prescinde dalle previsioni e opera per difendere il patrimonio aziendale e il conto economico dallo scenario peggiore.

- Sapere di cosa si sta parlando e usare una terminologia corretta: rischio, probabilità, esposizione sono concetti separati e da conoscere e distinguere con precisione.

- Misurare il rischio a cui si è esposti.
- Non coprire il rischio è esporsi al rischio.
- Chiarire quale rischio si vuole coprire: transattivo, economico, competitivo.

- Ricordare che il rischio e le correlazioni cambiano in continuazione (si devono verificare almeno ogni bimestre) e il passato è solo una guida per comprendere un futuro sempre mutevole.

- Valutare il rischio e quindi organizzare le rilevazioni aziendali in modo da avere i dati necessari al calcolo corretto dell'esposizione, sia quella passata per fare valutazioni storiche, sia quella per il futuro, con budget che permettano di stimare l'esposizione.

- Avere sempre chiaro quale sia il processo di gestione del rischio, e quindi saperlo verificare ed eventualmente adeguare.

- Verificare se gli elementi coperti rientrano tra quelli ammissibili (OIC XX paragrafo 59 in particolare per le operazioni programmate altamente probabili, con riferimento OIC XX sezione D1) e se gli strumenti di copertura utilizzati siano ammissibili (OIC XX paragrafo 55 e succ.).

- Predisporre una policy articolata per la gestione del rischio, in cui si rendono espliciti formalmente (come richiesto dallo OIC XX in caso di utilizzo dei derivati):

- Definizione degli obiettivi
- Valutazione dei rischi
- Definizione ruoli organizzativi
- Definizione dei mezzi di copertura e limiti al loro utilizzo
- Struttura di controllo dell'esposizione

Le cose da non fare:

- Affidarsi a previsioni anziché gestire il rischio.
- Affidarsi a un esperto interno all'azienda con delega ampia e indefinita, anziché utilizzare un processo strutturato di gestione del rischio.

- Semplificare eccessivamente l'analisi, anziché approfondire gli elementi di valutazione.

- Delegare alla banca e “in toto” la definizione degli strumenti di copertura, senza averne una chiara comprensione: la definizione e la valutazione del rischio sono da compiersi internamente, utilizzando consulenti esperti nella materia.
- Scegliere la gestione più semplice del rischio, anziché valutare quella più adatta.
- Non gestire il rischio, per evitare problemi di rilevazione e di gestione delle coperture, può diventare un grave errore della gestione aziendale.

Segnali negativi in sede di verifica del grado di correttezza della copertura:

- Mancata misurazione del rischio nelle sue due componenti.
 - Mancata valutazione della probabilità dell’evento.
 - Mancata valutazione dell’impatto dell’evento nel Conto Economico o nello Stato Patrimoniale.
- Considerare la tesoreria come un centro di profitto.
- Eccessiva fiducia nelle previsioni e mancanza di valutazione degli scenari probabilistici.
- Assenza di una policy aziendale sulla gestione del rischio, che si evidenzia in:
 - Discrezionalità nella scelta dei metodi e dei mezzi di gestione del rischio.
 - Mancata correlazione tra la copertura ed il sottostante per quantità e durata: rimandiamo allo OICXX, paragrafo 70, per una completa analisi.
 - Mancata correlazione per tipologia tra la copertura ed il sottostante: un tipico esempio potrebbe essere, per una impresa italiana di raffinazione di petrolio che compra petrolio dalla Arabia Saudita, coprirsi con derivati sul oil Brent che ha diversa gradazione e i cui prezzi, pur correlati, possono divergere. (OICXX esempio EI 25 e EI 26).
 - Assenza o incompleta misurazione periodica e frequente (almeno bimestrale e non solo annuale come richiesto dai Principi) della posizione congiunta tra sottostante e copertura: sui dettagli della misurazione in caso di utilizzo di derivati, si faccia riferimento allo OICXX paragrafo 75.
 - Assenza di una formale approvazione periodica della copertura o di una sua eventuale cessazione: nel caso di utilizzo di derivati cfr. OIC XX paragrafo 73.

3. IL CONTROLLO SULLE DETERMINANTI DEI FLUSSI DI CASSA NELLA GESTIONE CARATTERISTICA^(*)

L'attenzione sui flussi di cassa è di vitale importanza per gestire in modo consapevole il rischio di liquidità, ovvero di capacità di onorare gli impegni con i fornitori e gli enti finanziatori nei tempi e nei modi concordati.

L'OIC 10 propone di analizzare i flussi di cassa o con il c.d. metodo diretto, con l'analisi di incassi e pagamenti, attuata "direttamente" mediante "estrazione" dei dati dai conti di contabilità o con il metodo indiretto, con l'analisi delle determinanti dei flussi di cassa, attuata "indirettamente" mediante le analisi di bilancio.

In questo capitolo ci focalizziamo sulle determinanti dei flussi di cassa.

3.1. Come si generano i flussi di cassa

I flussi di cassa netti "*net cash flow*" di un'impresa dipendono dal saldo tra incassi e pagamenti in un certo intervallo di tempo. Con il metodo diretto si analizza dunque in dettaglio la loro composizione a livello di natura di incassi e pagamenti (per esempio incassi per singolo cliente, pagamenti per singolo fornitore e per tipologia di fornitore, ovvero fornitori di merci, di servizi, di beni con utilità pluriennale, ecc.).

Ma per comprendere le cause occorre risalire con il metodo indiretto alle determinanti dei flussi di cassa attraverso l'analisi delle variazioni in un certo intervallo di tempo intervenute nello stato patrimoniale opportunamente riclassificato in termini di fonti e di impieghi finanziari.

(*) A cura di Luca Ludovico e Francesco Santori, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

I macro settori di questa analisi riguardano:

- L'utile d'esercizio al lordo degli ammortamenti, degli accantonamenti e del delta rimanenze, ossia dei costi che non hanno una contropartita finanziaria sotto forma di variazioni del capitale circolante;
- La variazione del capitale circolante e delle sue componenti;
- Gli investimenti in immobilizzazioni tecniche o finanziarie;
- Le variazioni nel patrimonio netto, oltre il risultato di esercizio (per esempio i dividendi o gli aumenti di capitale).

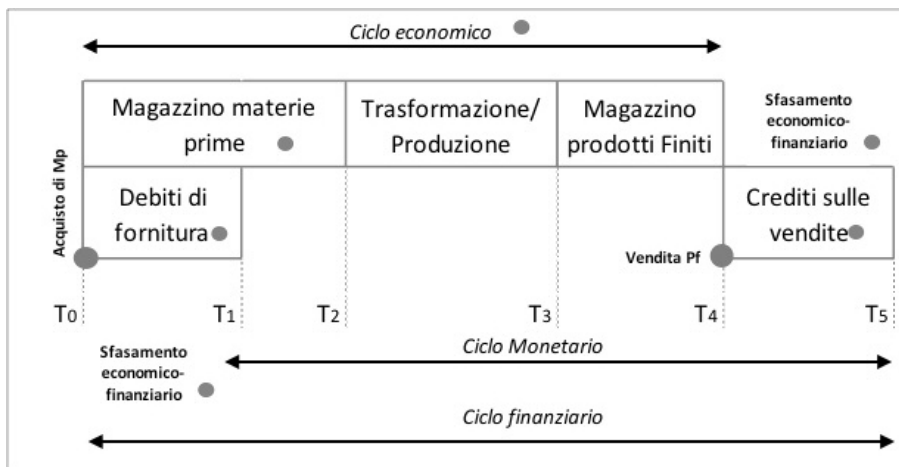
In questo capitolo, con l'ausilio di un caso concreto, l'attenzione è focalizzata sugli effetti finanziari della gestione economica d'impresa e sugli effetti della gestione del circolante, ovvero sulle variazioni che si manifestano nel capitale circolante in un determinato periodo di tempo. Tali variazioni sono da un lato condizionate dalla gestione economica, dall'altro dalla gestione finanziaria: per esempio un aumento dei ricavi (gestione economica) comporta un conseguente aumento dei crediti e quindi del capitale circolante che a sua volta porta a un aumento degli impieghi finanziari e a una riduzione del *cash flow*; un ritardo negli esborsi comporta invece un aumento o un minore calo dei debiti di fornitura con conseguente aumento del capitale circolante e quindi del *cash flow*.

Le variazioni nel capitale circolante, possono influire dunque pesantemente in positivo o in negativo sul *cash flow* e poiché su di esse pesano in larga misura le scelte aziendali oltre che i comportamenti di soggetti esterni all'impresa, in primis i clienti, ci è sembrato utile porre l'attenzione anche su questa importante componente del *cash flow* e di fornire degli elementi operativi e pratici, quali spunti di riflessione per migliorarne la gestione e il controllo.

Il *cash flow* è influenzato da diverse variabili sia di natura finanziaria, sia economica, strettamente collegate tra loro se non per un'unica differenza derivante dallo sfasamento temporale che le contraddistingue. In effetti, valori economici e quelli finanziari si presentano sfasati temporalmente, per via dei diversi cicli della gestione: nella comune accezione aziendalistica, si possono riconoscere perlomeno tre cicli: (i) economico, (ii) monetario e (iii) finanziario.

Convenzionalmente possiamo affermare che il ciclo economico inizia con l'ingresso in azienda dei fattori produttivi e termina con la vendita dei prodotti finiti, a tal proposito si veda il grafico sotto riportato (da T0 a T4). Il ciclo monetario inizia dall'uscita di cassa relativa al pagamento del debito di fornitura e si conclude con l'entrata di cassa relativa all'incasso del credito verso i clienti (da T1 a T5). Infine, il ciclo finanziario assume rilievo con il sorgere del debito di fornitura e termina con l'incasso del

relativo credito (T0 a T5) e comprende interamente il ciclo monetario. Il ciclo finanziario è sotto l'aspetto temporale il più esteso e può, a seconda del settore di business, coincidere con il ciclo economico o con quello monetario. Inoltre le differenze temporali del ciclo economico da una parte e del ciclo monetario dall'altra rispetto al ciclo finanziario, determinano gli sfasamenti del Capitale Circolante. Lo schema qui sotto illustra il concetto appena espresso.



- T₀ Acquisto Materia Prima
- T₁ Pagamento fornitori
- T₂ Inizio ciclo Produttivo
- T₃ Fine ciclo Produttivo
- T₄ Vendita Prodotti finiti
- T₅ Incasso Crediti da clienti

Nei paragrafi successivi esaminiamo le determinanti dei vari cicli di gestione e come queste influiscono sulla determinazione dei flussi di cassa.

Partiremo dal ciclo economico e spiegheremo la sua composizione, soffermandoci su alcuni aspetti rilevanti come il prezzo di vendita, le quantità prodotte e vendute, nonché il costo di produzione. Dedicheremo uno spazio al concetto di ciclo di approvvigionamento e produzione, con particolare attenzione ai tempi di ogni processo, e analizzeremo il ciclo finanziario e il ciclo monetario, affrontando il tema degli sfasamenti temporali e delle leve che sono utilizzate per ridurre o allungare la loro durata, al fine di ottimizzare i flussi di cassa.

Solo un buon equilibrio economico-finanziario può generare flussi di cassa positivi: l'equilibrio aziendale - nel suo complesso - deriva dall'insieme di tre diversi micro equilibri che riguardano le capacità di (i) generare redditi positivi, (ii) far fronte ai propri impieghi e (iii) generare liquidità sufficiente a remunerare il capitale proprio.



Inoltre faremo qualche accenno su quello che comunemente è considerato il punto di partenza per il monitoraggio delle grandezze citate, ovvero la riclassificazione dei prospetti di bilancio.

3.2. Tratti distintivi della realtà aziendale presa in esame

Le nostre considerazioni saranno supportate da un caso concreto di una realtà aziendale operante nel settore molitorio.

L'impresa assunta come esempio è la LUFRA SPA, un'azienda produttiva operante nel settore molitorio. **La LUFRA SPA, è una realtà di medie dimensioni che opera con profitto da oltre un ventennio e vanta una clientela affezionata.** Opera in un settore caratterizzato da una elevata fluttuazione dei prezzi della materia prima, la quale rappresenta circa il 90% dei costi complessivi aziendali, e da prezzi di vendita imposti dal mercato della *commodity*, che nel nostro caso è il grano: questo comporta che errori nelle politiche di approvvigionamento difficilmente possono essere recuperati negoziando i prezzi di vendita, in quanto questi sono per lo più allineati alle quotazioni della materia prima; ne deriva che una gestione poco attenta potrebbe incidere negativamente sugli equilibri economici e finanziari aziendali.

Nell'anno N-1 l'imprenditore, unico responsabile per gli acquisti della LUFRA SPA, in previsione di tendenze rialziste sul prezzo di acquisto del

grano a livello mondiale, aveva ritenuto conveniente chiudere l'esercizio effettuando cospicui acquisti di materia prima, approvvigionandosi in modo da poter coprire anche i primi quattro mesi di produzione dell'anno successivo.

L'anno N, diversamente dalle aspettative, è stato caratterizzato da una elevata variabilità del costo della materia prima. Nei primi mesi dell'anno il costo del grano ha subito un forte calo che ha comportato una diminuzione direttamente proporzionale del prezzo di vendita dei prodotti farinacei, in quanto indicizzati sulle quotazioni della materia prima secondo i bollettini della borsa merci.

L'effetto del calo del prezzo di vendita, a fronte di un acquisto della materia prima non più proporzionato in termini di prezzi di costo, ha fatto sì che la società chiudesse il bilancio dell'esercizio N con una elevata perdita economica.

Malgrado nel corso dell'esercizio la LUFRA SPA abbia effettuato acquisti ulteriori che hanno ridotto il costo medio della materia prima, l'anno N è stato per la LUFRA SPA un anno molto penalizzante, non solo a livello economico ma anche, e soprattutto, a livello finanziario.

3.3. La riclassificazione di bilancio

Al fine di analizzare le cause che hanno determinato gli squilibri finanziari di cui si è fatto cenno e poter prendere decisioni volte al loro superamento, si è resa opportuna un'analisi economico-finanziaria mirata e basata su bilanci riclassificati in modo da poter meglio rappresentare la realtà aziendale e poter focalizzare gli aspetti più problematici a livello operativo.

Le possibili tecniche di riclassificazione sono diverse in relazione al risultato che si vuole raggiungere e in base alla tipologia di azienda analizzata. Nel caso della LUFRA SPA, si è ritenuto opportuno riclassificare il conto economico secondo il metodo scalare del valore aggiunto e lo stato patrimoniale secondo il metodo finanziario.

Dal conto economico così riclassificato è possibile evidenziare le grandezze più espresse della realtà imprenditoriale come il Valore Aggiunto, l'incidenza dei Consumi⁽⁵⁾, il Margine Operativo Lordo (MOL),

(5) Il consumo è quel valore derivante dalla somma algebrica delle rimanenze iniziali, gli acquisti di materia prima e le rimanenze finali. Questo valore è correlabile al

il Margine Operativo Netto (MON) ed il risultato netto.

Dallo stato patrimoniale riclassificato invece sono identificabili l'attivo immobilizzato, il capitale circolante netto, nonché la posizione finanziaria netta.

Questo tipo di analisi, se effettuate periodicamente nel corso dell'anno permette una migliore comprensione delle problematiche gestionali, in quanto, tra l'altro, separa nettamente gli elementi attinenti alla gestione caratteristica dell'impresa da quelli che si riferiscono alle cosiddette gestioni accessorie o extra-caratteristiche (finanziaria- straordinaria).

In particolare, nel caso del bilancio della LUFRA SPA, è stato determinante porre l'attenzione sul Margine Operativo Lordo, rappresentativo dell'andamento della gestione caratteristica, nonché confrontarlo con i margini relativi agli anni precedenti e analizzare l'incidenza del costo dell'acquisto di materia prima sul totale fatturato.

LUFRA SPA								
Conto Economico a Valore Aggiunto	n-1	%	n	%	n+1	%	n+2	%
A) Produzione dell'esercizio	18.520.100	100%	18.123.895	100%	19.366.169	100%	20.125.296	100%
(-) Acquisti di merce	- 14.786.507	-79,84%	- 15.920.371	-87,84%	- 15.466.642	-79,86%	- 16.074.518	-79,87%
(+/-) variazione di rimanenze di materie prime	- 51.425	-0,28%	343.003	1,89%	- 75.621	-0,39%	66.130	-0,33%
(+/-) variazione rimanenze di prodotti finiti	8.943	0,05%	6.028	-0,03%	19.107	0,10%	11.690	0,06%
(-)Consumo materia prima (costi + var rimanenze)	- 14.828.990	-80,07%	- 15.583.395	-85,98%	- 15.523.156	-80,16%	- 16.128.958	-80,14%
(-) Acquisti di servizi	- 2.034.215	-10,98%	- 2.114.699	-11,67%	- 2.276.769	-11,76%	- 2.338.275	-11,62%
(-) Godimento beni di terzi	- 924	0,00%	905	0,00%	- 967	0,00%	1.005	0,00%
(-) Oneri diversi di gestione	- 39.927	-0,22%	- 34.374	-0,19%	- 36.733	-0,19%	- 38.177	-0,19%
B) Costi della produzione	- 16.904.056	-91,27%	- 17.733.372	-97,85%	- 17.837.626	-92,11%	- 18.506.415	-91,96%
VALORE AGGIUNTO (A+B)	1.616.045	8,73%	390.522	2,15%	1.528.544	7,89%	1.618.881	8,04%
C) Costo del lavoro	- 620.669	-3,35%	- 626.875	-3,46%	- 633.144	-3,27%	- 639.476	-3,18%
MARGINE OPERATIVO LORDO (A+B+C) = EBITDA	995.376	5,37%	236.353	-1,30%	895.400	4,62%	979.406	4,87%
D) Accantonamenti e ammortamenti	- 398.804	-2,15%	- 403.836	-2,23%	- 367.072	-1,90%	- 330.853	-1,64%
RISULTATO OPERATIVO NETTO (A+B+C+D) = EBIT	596.572	3,22%	640.190	-3,53%	528.327	2,73%	648.553	3,22%
E) Saldo gestione finanziaria	- 74.648	-0,40%	- 68.348	-0,38%	- 56.138	-0,29%	- 41.054	-0,20%
F) Saldo gestione straordinaria	60.352	0,33%	13.930	0,08%	14.113	0,07%	13.663	0,07%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	582.276	3,14%	694.607	-3,83%	486.303	2,51%	621.162	3,09%
(-) Ires e Irap correnti	- 302.784	-1,63%	- 27.784	-0,15%	- 252.877	-1,31%	- 323.004	-1,60%
(-) Ires e Irap differita / anticipata	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
G) Oneri tributari	- 302.784	-1,63%	- 27.784	-0,15%	- 252.877	-1,31%	- 323.004	-1,60%
RISULTATO NETTO	279.493	1,51%	722.391	-3,99%	233.425	1,21%	298.158	1,48%

valore della produzione e il rapporto che ne deriva è espressione dell'incidenza del costo effettivo di approvvigionamento. Ne consegue che un innalzamento di tale valore può essere dovuto a due ragioni: una diminuzione dei prezzi di vendita o un aumento del costo di acquisto.

Lo Stato Patrimoniale invece è stato riclassificato tenendo in primo luogo separate le attività correnti dalle attività immobilizzate.

La riclassificazione dello stato patrimoniale permette l'evidenza delle componenti del Capitale Circolante Netto (CCN), che è pari alla somma algebrica delle disponibilità liquide aziendali, dei crediti commerciali (i.e. liquidità differita – attività che possono essere monetizzate nel breve periodo), del magazzino, altre attività correnti (i.e. esigibilità – tutte quelle poste che potranno ritornare liquide solo al termine del ciclo produttivo) e dei debiti a breve.

STATO PATRIMONIALE - ATTIVO	n-1	n	n+1	n+2
ATTIVO IMMOBILIZZATO				
Totale imm. immateriali nette	154	35	-	-
Totale imm. materiali netti	4.807.553	4.429.095	4.086.849	3.780.330
Totale immobilizzi finanziari	6.548	6.548	6.548	6.548
TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO	4.814.256	4.435.679	4.093.398	3.786.878
ATTIVO CORRENTE				
Totale rimanenze	2.594.748	2.931.723	2.875.209	2.820.769
Liquidità differite	5.159.225	5.522.690	5.321.009	5.216.656
Liquidità immediate	-	-	-	-
TOTALE ATTIVO CORRENTE	7.753.973	8.454.414	8.196.218	8.037.424
TOTALE ATTIVO	12.568.228	12.890.093	12.289.616	11.824.303
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO				
TOTALE PATRIMONIO NETTO	4.165.212	3.442.820	3.676.246	3.974.403
Fondi per rischi ed oneri	615.808	615.808	615.808	615.808
Trattamento di fine rapporto	219.816	230.568	241.320	252.072
TOTALE DEBITI CONSOLIDATI	1.361.814	1.244.961	877.620	629.307
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	6.362.650	5.534.158	5.410.994	5.471.591
TOTALE DEBITI CORRENTI	6.205.578	7.355.935	6.878.622	6.352.712
TOTALE PASSIVO	12.568.228	12.890.093	12.289.616	11.824.303

Infine, per analizzare la dinamica dei flussi finanziari della LUFRA SPA si è reso opportuno redigere il rendiconto finanziario.

Tale documento espone le determinanti delle variazioni nella posizione finanziaria netta che si sono verificate in un determinato periodo di tempo. Il rendiconto finanziario viene redatto in forma scalare partendo dal risultato operativo rettificato delle poste non monetarie del conto economico (**Flusso di cassa operativo lordo o flusso di capitale circolante generato dalla gestione**); a questo vengono sommate le variazioni dai crediti, debiti e magazzino (CCN) pervenendo al **Flusso di cassa operativo netto**; successivamente vengono sommati i flussi derivanti dagli

investimenti/disinvestimenti nelle immobilizzazioni (**Flusso di cassa dopo gli investimenti**) ed ancora gli eventuali flussi finanziari derivanti dall'aumento o dalla diminuzione dei mezzi propri o di terzi (**Flusso di cassa dopo Finanziamenti**).

Infine, per ottenere il valore della liquidità generata o consumata, (**Flusso di cassa netto**) viene sommata la liquidità o meno generata dalla eventuale gestione straordinaria.

RENDICONTO FINANZIARIO	n-1	n	n+1	n+2
RISULTATO OPERATIVO	596.572	- 640.190	528.327	648.553
Imposte di competenza esercizio	- 302.784	- 27.784	- 252.877	- 323.004
RISULTATO OPERATIVO DOPO LE IMPOSTE	293.789	- 667.974	275.450	325.549
Ammortamenti	375.103	378.576	342.282	306.519
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO LORDO	668.892	- 289.398	617.731	632.068
(Aumento) Diminuzione del Capitale Circolante Netto	- 59.777	- 591.953	287.388	577.723
(Aumento) / Diminuzione Attività Correnti	56.876	- 700.441	258.196	158.794
-Magazzino	42.482	336.976	56.514	54.440
-Liquidità differita (crediti)	14.394	363.465	201.681	104.353
Aumento / (Diminuzione) Passività Correnti	- 116.654	108.488	29.192	418.930
-Debiti commerciali a breve	- 105.670	108.423	26.927	417.306
-Altri debiti	- 10.984	65	2.265	1.624
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO	609.115	- 881.351	905.119	1.209.792
(Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi	- 20.193	10.752	10.752	10.752
FLUSSO DI CASSA DOPO INVESTIMENTI	588.922	- 870.599	915.871	1.220.544
Aumento (Diminuzione) Finanziamenti netti	- 205.436	- 116.853	- 367.342	- 248.313
-Aumento (Diminuzione) Capitale Proprio	-	-	-	-
-Aumento (Diminuzione) Finanziamenti e Mutui Lungo termine	- 205.436	- 116.853	- 367.342	- 248.313
FLUSSO DI CASSA DOPO FINANZIAMENTI	383.486	- 987.452	548.529	972.231
Proventi / (Oneri) Straordinari	60.352	13.930	14.113	13.663
FLUSSO DI CASSA DOPO COMPONENTI STRAORD.	443.838	- 973.521	562.643	985.894
Proventi / (Oneri) Finanziari	- 74.648	- 68.348	- 56.138	- 41.054
FLUSSO DI CASSA NETTO	369.190	- 1.041.869	506.505	944.840

Questo schema si può definire “l’indice” del nostro lavoro ai fini dell’illustrazione dei fattori che determinano i flussi di cassa, oggetto del presente capitolo.

Nei prossimi paragrafi ci focalizzeremo sulle determinanti dei flussi di cassa operativo netto (ossia la gestione reddituale e la gestione del circolante), mentre non entreremo nel merito dei fabbisogni finanziari per investimenti o della liquidità generata per effetto dell’immissione di capitali esterni, variabili esogene rispetto al formarsi dei flussi di cassa a seguito della gestione corrente e caratteristica.

3.4. Il ciclo economico

Passiamo ora ad alcune riflessioni sul ciclo economico ed in particolare sulla redditività aziendale.

Infatti a parere di chi scrive, la prima leva economica da considerare ai fini di una sana gestione aziendale atta a creare valore e a generare liquidità è la marginalità aziendale come risultante dei Ricavi al netto dei costi Variabili e dei Costi Fissi e che si può esprimere con la seguente formula:

$$P_u * q - (CV_u * Q) - CF = RN$$

dove:

P_u	Prezzo di vendita unitario
Q	Quantità venduta
CV_u	Costo Variabile unitario
Q	Quantità prodotta/acquistata
CF	Costi Fissi
RN	Risultato netto

La formula, così come riportata, contiene tutte le determinanti relative agli aspetti economici della gestione aziendale ed inoltre permette di fare delle considerazioni aggiuntive in merito al rapporto che queste variabili economiche hanno tra di loro.

A tal proposito è stato analizzato il rapporto tra il Prezzo di vendita Unitario e il Costo Variabile Unitario ($P_u:CV_u$) introducendo il concetto di **elasticità della domanda rispetto al prezzo**, ed il rapporto tra la quantità venduta e i Costi Fissi Aziendali ($Q:CF$).

Il prodotto delle quantità vendute per il prezzo medio di vendita permette di ottenere i ricavi aziendali. Per imprenditori “*market oriented*” la massimizzazione dei ricavi rappresenta sovente la *mission* aziendale, trascurando che i ricavi sono solo parte dell’equazione, non il risultato finale.

Come evidente dalla formula, per poter agire sui ricavi delle vendite, le leve da utilizzare sono due: i **volumi** (le quantità) e i **prezzi** di vendita.

Queste due leve sono strettamente collegate tra loro, infatti attività tipiche della direzione commerciale come l’analisi sui clienti e sulle quantità da loro acquistate, sulla periodicità di acquisto e le azioni di *pushing* commerciale, volte all’esclusivo aumento dei volumi di vendita, non sono sempre sufficienti bastano, se non integrate da analisi sul

posizionamento nella più appropriata fascia di prezzo a seconda del settore (politiche di *pricing*).

La leva prezzo va comunque utilizzata con molta cautela, in quanto una diminuzione del prezzo non controllata può condurre a vendite e conseguenti squilibri economici e finanziari.

Proseguendo l'esposizione secondo l'ordine dell'equazione sopra riportata, il controllo dei **costi variabili** rappresenta un'altra delle determinanti della marginalità aziendale e come tale assume rilevanza ai fini della determinazione dei flussi di cassa.

Costi variabili sono quei costi il cui ammontare varia in proporzione al volume prodotto. Un esempio sono le materie prime, gli acquisti di prodotti finiti e alcuni costi di produzione come la manodopera diretta e i costi energetici.

Dal punto di vista finanziario, i costi variabili, nel caso di presenza di materie prime c.d. strategiche con forte incidenza sul costo complessivo (come nel nostro caso), rappresentano la categoria di costo che in maniera preponderante influenza la determinazione del debito nei confronti dei fornitori (i.e. debiti a breve termine) che, per perseguire *cash flow* positivi, dovrebbe mantenere nel tempo un certo equilibrio con l'insieme dei crediti verso i clienti e del magazzino.

Dalla riclassificazione di bilancio della società, oggetto del nostro esempio, si può notare che il più importante costo variabile di produzione è il consumo della materia prima come somma algebrica tra gli acquisti della materia prima e le rimanenze iniziali e finali.

La LUFRA SPA, nell'anno N, come già anticipato, a fronte di una errata politica di approvvigionamento, ha visto crescere il valore dei consumi della materia prima di circa 6 punti percentuali in più rispetto all'esercizio precedente, portando fino all'86% l'incidenza dei costi variabili sul valore della produzione.

	n-1	n	n+1	n+2
Fatturato per macro categorie di prodotto				
prodotti principali	14.508.195	14.045.445	15.058.076	15.732.416
sottoprodotti	2.244.495	2.182.698	2.374.775	2.422.271
commercializzato	1.730.444	1.863.188	1.900.452	1.938.461
Totale Fatturato	18.483.134	18.091.330	19.333.303	20.093.147
Q.li venduti per macro categorie di prodotto				
prodotti principali	342.578	377.566	385.117	392.819
sottoprodotti	132.029	145.513	148.423	151.392
commercializzato	43.395	46.723	47.658	48.611
Totale q.li	518.002	569.802	581.198	592.822
Prezzi medi per macrocategorie di prodotto				
prodotti principali	42,35	37,20	39,10	40,05
sottoprodotti	17,00	15,00	16,00	16,00
commercializzato	39,88	39,88	39,88	39,88
Prezzi medi	35,68	31,75	33,26	33,89

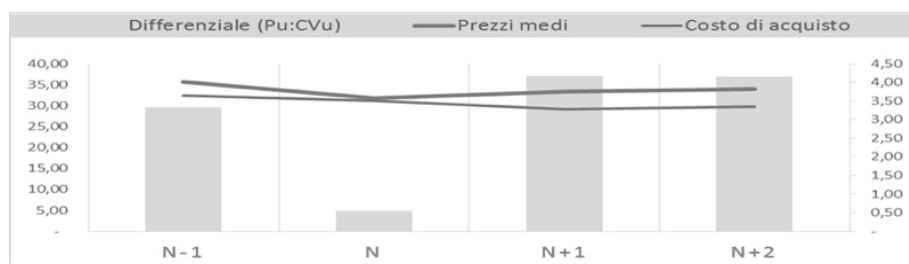
L'esempio della LUFRA SPA è emblematico rispetto a quanto finora esposto. Infatti, la società nell'anno N, così come sopra illustrato, ha incrementato le quantità vendute, ma, in funzione dell'elevata elasticità della domanda al prezzo di vendita, ha dovuto vendere a prezzi più bassi, adeguandoli al valore di mercato poiché strettamente collegati al costo della materia prima principale che, come già detto, sin dai primi mesi dell'anno ha subito una netta variazione al ribasso.

A causa dell'effetto prezzo il fatturato complessivo è diminuito di circa 400.000 Euro rispetto all'anno N-1 e l'esercizio si è chiuso con una perdita pari a circa 700.000 Euro.

Il calo dei prezzi di acquisto del grano, come evidente nella tabella seguente, ha comportato una diminuzione complessiva di circa 1 Euro al q.le, comunque insufficiente per generare redditi positivi rispetto al calo complessivo del prezzo di vendita dei prodotti principali.

Infatti, se pur l'azienda ha acquistato durante l'anno N a prezzi più bassi e rapportati al prezzo di mercato, il valore di acquisto del grano in rimanenza a fine anno N e la relativa svalutazione avvenuta tra l'anno N-1 e i primi mesi del nuovo esercizio, hanno comportato un accrescimento del costo ed un conseguente squilibrio del rapporto il costo variabile di produzione (CV_u) e il prezzo unitario di vendita dei prodotti principali (P_u). Tale rapporto è passato dal 76% all'84%, segnando un differenziale in valore assoluto di appena 0,55 Euro al Q.le; un valore troppo basso; ciò dipende dal fatto che la LUFRA SPA ha sostenuto costi unitari più alti rispetto al prezzo unitario di vendita, e che i ricavi generati dalle vendite ($P_u * q$) non sono stati sufficientemente elevati per pagare il costo della materia prima ($CV_u * Q$) e i principali costi di produzione, generando così un margine operativo lordo MOL negativo.

	n-1	n	n+1	n+2
<i>Acquisto di materia prima grano</i>				
Quantità	457.079	510.268	531.500	540.320
Costo	32,35	31,20	29,10	29,75
rapporto sul prezzo unitario	76%	84%	74%	74%
<i>incidenza a.tà acq / a.tà vendite</i>	-88%	-90%	-91%	-91%



Il Margine Operativo lordo (MOL), dato dalla somma algebrica tra i ricavi e i costi della gestione caratteristica, svolge un ruolo fondamentale ai fini del controllo delle determinanti dei flussi di cassa: un MOL negativo, come nel nostro esempio, è l'espressione di una gestione aziendale con costi superiori e non proporzionati ai ricavi e di conseguenza flussi di cassa operativi netti negativi per l'anno "n" (si veda il rendiconto finanziario).

Per completare quanto fino ad ora espresso in merito all'analisi delle determinanti dei flussi di cassa seguendo l'equazione della redditività aziendale di cui sopra, occorre un pur breve cenno sul concetto di **costi fissi**.

Essi comprendono quei costi la cui caratteristica è quella di non modificarsi al variare dei volumi di produzione, almeno nel breve periodo. Questi costi rappresentano per lo più costi di struttura, (ad esempio l'affitto dell'opificio, gli ammortamenti dei macchinari, etc.), costi legati alla promozione delle vendite (mostre e fiere, sponsorizzazioni, etc) o comunque qualsiasi altro costo il cui valore è indipendente dai volumi di produzione e vendita.

Il costo fisso rappresenta l'ultimo, ma non meno rilevante, elemento della nostra formula della marginalità aziendale: per poter comprendere l'importanza di questa ulteriore tipologia di costo risulta opportuno scomporre la formula, introducendo il concetto di Margine di contribuzione (MDC) per poi analizzarne il rapporto rispetto alle quantità vendute ($q^{(6)}$):

$$P_u - CV_u = MDC_u \rightarrow MDC_u * q - CF = RN$$

dove:

MDC_u Margine di contribuzione unitario

Il margine di contribuzione (MDC_u) è la differenza tra il Prezzo di vendita (P_u) e il costo variabile unitario (CV_u) ed esprime il contributo che i prodotti venduti forniscono alla copertura dei costi fissi.

E' un margine utile per prendere decisioni strategiche aziendali, come se continuare o meno la produzione/vendita di un determinato prodotto,

(6) Per semplicità assumiamo che il valore delle quantità vendute (q) corrisponda al valore delle quantità prodotte (Q).

in quanto è indice della capacità di vendere un prodotto coprendone almeno i costi industriali di produzione/acquisto.

Ad ogni modo, la vendita dei prodotti con un $MDCu$ positivo non è detto che sia sufficiente a generare un Reddito netto (RN) altrettanto positivo poiché quest'ultimo è strettamente legato alla quantità di prodotto venduta che deve essere sufficiente a generare un Margine di Contribuzione complessivo (MDC ovvero: $MDCu * q$) positivo e maggiore del totale dei costi fissi aziendali.

Comunemente per conoscere la quantità di vendita minima necessaria per coprire i costi fissi viene utilizzata la formula del Break Even Point:

$$BEP = \frac{CF}{(Pu - CVu)}$$

dove

BEP sta per Break Even Point⁽⁷⁾.

Per concludere, possiamo affermare che la LUFRA SPA, nell'anno N, nonostante fosse sempre stata un'azienda molto attenta a monitorare costantemente i costi di produzione, a causa dell'errore negli acquisti della materia non è riuscita a rispettare la corretta proporzione tra i Costi variabili unitari (CVu) e il Prezzo di vendita (Pu) determinando una perdita di circa 700.000 Euro con conseguenti forti tensioni finanziarie.

Successivamente, riuscendo ad acquistare la materia prima durante tutto l'anno sui mercati internazionali, svincolandosi dalla stagionalità nazionale, la LUFRA SPA ha ridotto le rimanenze, optando per una gestione del magazzino just in time che le ha permesso di ritrovare la sua marginalità storica riducendo il rischio legato alla volatilità del magazzino.

- § -

Nei paragrafi precedenti ci siamo occupati dell'analisi delle determinanti del *cash flow* legate alla capacità dell'azienda di generare margini economici positivi.

Passiamo ora, sempre nell'ambito dell'analisi delle determinanti del flussi di cassa, all'analisi delle variazioni del capitale circolante e al controllo delle sue componenti, che se gestite correttamente permettono di minimizzare lo sfasamento temporale tra il ciclo economico ed il ciclo

(7) BEP: La formula permette di determinare la quantità di vendita necessaria affinché il MDC assuma un valore più alto o perlomeno uguale al valore dei costi fissi.

finanziario e monetario, e approssimare i flussi di cassa della gestione operativa ai flussi di capitale circolante generati dal ciclo economico.

3.5. La gestione del capitale circolante

Il Capitale Circolante Netto (i.e. CCN), qui nella sua accezione in senso stretto, da identificarsi come “Commerciale” (i.e. CCNC), corrisponde all’equazione $CCNC = Crediti + Magazzino - Debiti$, dove i crediti rappresentano ricavi non ancora incassati, il magazzino identifica costi sospesi, in attesa che si trasformino in ricavi, mentre i debiti sono riconducibili a costi a cui non ha ancora fatto seguito il pagamento. A parità di fatturato, all’aumentare dei crediti e del magazzino, aumenta la liquidità inespressa ovvero i prodotti finiti e le merci giacciono in magazzino oppure, nonostante vengano venduti, le relative forniture non sono incassate.

Operativamente, quindi, la liquidità viene drenata dal CCNC, in quanto i debiti di fornitura contratti per l’acquisto delle materie prime o delle merci da parte dell’azienda sono comunque da onorare. La situazione fin qui descritta potrebbe essere paradossale: “**ho troppi ordini quindi fallisco**”. In altri termini, per evitare significativi disallineamenti tra il ciclo economico e quello finanziario, occorre prestare attenzione agli aspetti **monetari** e all’equilibrio tra tempi di incasso e di pagamento; di seguito ci focalizziamo proprio su tale problematica, proponendo dei suggerimenti pratici per ottimizzare i flussi di cassa.

3.5.1. La gestione e il controllo dei crediti

Per evidenziare gli elementi fondamentali dei flussi in entrata e di quelli in uscita, occorre analizzare innanzitutto la situazione attuale nella quale opera l’azienda in questione. Per fare ciò, introduciamo due semplici formule, una per i crediti e una per i debiti, che andremo ad applicare all’azienda considerata, la LUFRA SPA.

La prima misura la **distanza** media tra il momento di fatturazione e il relativo momento di incasso quindi la dilazione media concessa ai clienti per il pagamento; maggiore è l’indice e maggiore è l’esposizione finanziaria verso i clienti.

Quest’ultima è espressa dalla formula:

$$Durata\ media\ dei\ crediti\ commerciali = \frac{Crediti\ vs\ Clienti}{Ricavi\ di\ vendita} \times 365$$

L'inverso dell'indice di durata è l'indice di rotazione dei crediti verso i clienti, che misura il numero di volte in cui il portafoglio dei crediti è "girato". Questo viene calcolato utilizzando la formula

$$\text{Indice di rotazione} = \frac{\text{Ricavi di Vendita}}{\text{Crediti vs Clienti}}$$

Ovviamente, questi indici⁽⁸⁾ pur non sufficienti a misurare l'andamento del Capitale Circolante, mostrano dei primi segnali per eventuali azioni correttive. Al riguardo per prima cosa occorre analizzare la clientela e classificarla, così da poter determinare le dilazioni concesse e quelle concedibili utilizzando le leve commerciali a disposizione di ogni impresa.

Nel caso della LUFRA SPA è possibile notare come i giorni di dilazione medi si siano incrementati tra l'esercizio n-1 e l'esercizio n.

	n-1	n	n+1	n+2
Clienti entro 12 mesi	4.740.104	5.052.034	4.958.134	4.866.723
<i>Differenziale crediti -</i>	<i>635.693</i>	<i>311.931 -</i>	<i>93.900 -</i>	<i>91.411</i>
Giorni medi di dilazione	90	98	90	85
Rotazione dei Crediti	4,06	3,72	4,06	4,29

Questo è stato l'effetto delle problematiche precedentemente esposte relative all'acquisto speculativo e azzardato della materia prima. Per cercare di minimizzare la perdita economica dovuta alla contestuale variazione dei prezzi di mercato, l'azienda ha aumentato le dilazioni medie concesse alla propria clientela in cambio di un prezzo di vendita leggermente superiore rispetto a quello di mercato. Solo negli anni successivi, a seguito dei cambiamenti nelle politiche economiche e gestionali in parte precedentemente esposte, l'azienda ha ritrovato il potere contrattuale sui propri clienti potendo tornare a diminuire i giorni di dilazione concessi.

(8) Alcune precisazioni su questi indici:

- ricordare la questione dell'IVA. Le vendite (i ricavi) sono al netto dell'IVA mentre i Crediti sono comprensivi di IVA;
- inoltre i ricavi sono al netto di eventuali sconti concessi (sconti, abbuoni, resi etc), mentre il valore dei crediti può essere comprensivo di altri elementi come il riaddebito di spese per emissione di Cambiali o di Ricevute Bancarie etc.

3.5.2. L'analisi della clientela: classificazione dei clienti

La gestione del credito commerciale è fra le leve delle politiche commerciali più delicate da manovrare. Attraverso differenti politiche commerciali è possibile attrarre o respingere la clientela. Politiche commerciali aggressive, volte ad aumentare in tempi rapidi la quota di mercato, utilizzano, oltre le leve **prezzo**, il credito commerciale. Politiche espansive sono, ad esempio, quelle rivolte a allungare i tempi di incasso per agevolare i clienti permettendo loro di finanziarsi con debiti di fornitura non onerosi. Ciò si traduce a livello finanziario in un **aumento del Capitale Circolante Netto Commerciale** e quindi, a parità di altre condizioni, in un aumento del fabbisogno finanziario. Occorre usare quindi cautela nell'utilizzo di tali strumenti.

Innanzitutto occorre, a nostro avviso, conoscere bene la situazione della clientela dell'azienda. Per prima cosa vanno esaminati i rapporti instaurati con i clienti, le varie tipologie di pagamenti che sono a loro concesse e i giorni di dilazioni di cui essi beneficiano, nonché gli eventuali **affidamenti**⁽⁹⁾ loro assegnati.

Generalmente occorre identificare i clienti legati da contratti di fornitura da quelli che invece acquistano con cadenza non regolare, in modo da poter classificare la clientela fidelizzata da quella che invece è solita acquistare il prodotto da diversi fornitori cercando il prezzo migliore.

Buona regola è quella di verificare periodicamente i contratti e il rispetto delle condizioni economico-finanziarie in essi contenute. Invece, per i Clienti sprovvisti di un contratto di fornitura occorre verificare gli ordini effettuati nell'ultimo periodo rapportati al fabbisogno presunto del cliente, al fine di determinarne le sue potenzialità commerciali e le condizioni economiche/finanziarie di vendita negoziate con il cliente medesimo.

Occorre quindi creare uno scadenziario dei Crediti verso i Clienti che evidenzia i giorni di dilazione concessi ad ogni cliente o **gruppo di clienti**, i giorni di ritardo nei pagamenti, l'eventuale affidamento concessogli, le modalità di pagamento nonché verificare gli interessi impliciti che sussistono nella fornitura (cfr. tavola seguente).

(9) Per affidamento viene inteso, nel caso della LUFRA, la quantità di merce che può essere ordinata dal cliente senza aver saldato le proprie spettanze.

Clienti	Contratto di fornitura	Agente	q.tà n	Fatt. n	peso n	Esposizione	Giorni medi su fatture			N fatt non pagate	N insoluti stroico cliente	Valore insoluto	GG da ultima fatt
							n-2	n-1	n				
TOTALE			498.880	19.000.487	100%	3.068.396				2.786	41	123.152	
Cliente 1	si	Molino Diretta	316	16.491	0,09%	4.183	158	93	91	3		-	97
Cliente 2	no	Molino Diretta	72	3.145	0,02%	-	106	-	-			-	106
Cliente 3	si	Agente 1	4.838	219.234	1,15%	39.513	312	115	132	8	3	30.471	-
Cliente 4	no	Agente 1	38	2.025	0,01%	3.513						-	-
Cliente 5	si	Agente 2	145	7.003	0,04%	4.173	150	156	138	7		-	101
Cliente 6	no	Agente 3	164	7.378	0,04%	-	5	5	6			-	5
Cliente 7	no	Molino Diretta	40	2.205	0,01%	-	-	85	100	4		-	102
Cliente 8	no	Molino Diretta	240	11.163	0,06%	4.618	149	156	140	7		-	-
Cliente 9	no	Molino Diretta	-	-	0,00%	1.053	-	84	110	10		-	82

Questo ci permette anche di analizzare la dinamica dei crediti in sofferenza e degli insoluti. Tali analisi andrebbero condotte almeno su base mensile al fine di tracciare una sorta di **profilo del credito**⁽¹⁰⁾. Le esposizioni della clientela dovrebbero essere monitorate periodicamente, in quanto generano informazioni importanti, come l'esposizione media sul fatturato generato dal singolo cliente, il canale di vendita che ha portato a quel determinato credito e i giorni medi di dilazione sul pagato e sullo scaduto.

Clienti	GG trascorsi da ultima fatt pagata	GG trascorsi su prima fattura da pagare
TOTALE		ft aperte
Cliente 1	97	70
Cliente 2	106	
Cliente 3	-	900
Cliente 4	-	
Cliente 5	101	94
Cliente 6	5	
Cliente 7	102	102
Cliente 8	-	141
Cliente 9	82	155

La tabella sopra esposta evidenzia i giorni di dilazione trascorsi tra la fornitura attuale e l'ultima fattura pagata e quelli che intercorrono tra la fornitura attuale e l'ultima fattura non pagata della LUFRA SPA. Proprio questo ultimo dato è, a nostro avviso, di notevole importanza per capire l'effettiva dilazione concessa, inoltre è utile per la definizione dell'affidamento concesso e concedibile ad ogni singolo cliente.

(10) Le tabelle sopra riportate sono l'output excel di estrazioni effettuate periodicamente dallo scadenziario dei crediti vs. clienti e dal file della fatturazione.

Tracciando il profilo del cliente è possibile comprendere e in alcuni casi prevenire, situazioni di crediti sofferenti o incagliati, se non altro limitandone i rischi.

2.5.3. La gestione dei pagamenti a fornitori

I Debiti verso i Fornitori sono alimentati dagli acquisti al lordo dell’IVA di merci, semilavorati, prodotti finiti merci e/o servizi che devono ancora essere saldati. Analogamente ai Crediti verso i Clienti, anche per i Debiti verso i Fornitori possono essere calcolati degli indici per determinare la loro consistenza; la **distanza** media tra le fatture di acquisto e i loro relativi pagamenti è espressa dalla formula:

$$Durata\ media\ dei\ debiti\ commerciali = \frac{Debiti\ vs\ Fornitori}{Acquisti\ di\ beni\ e\ servizi} \times 365$$

L’inverso dell’indice di durata è l’indice di rotazione dei Debiti verso i Fornitori che misura il numero di volte in cui l’ammontare dei Debiti verso i Fornitori “ruota” nell’anno. Questo viene calcolato utilizzando la formula inversa

$$Indice\ di\ rotazione = \frac{Acquisti\ di\ beni\ e\ servizi}{Debiti\ vs\ Fornitori}$$

Maggiore è la durata media dei debiti commerciali, maggiore è la liquidità che viene generata. Le particolari attenzioni rivolte ai Crediti verso la Clientela devono essere necessariamente rivolte anche ai Debiti verso fornitori; quindi particolare attenzione all’IVA e particolare attenzione a depurare l’Indice da componenti non afferenti a fornitori di beni commerciali.

Nel caso della LUFRA nell’anno N-1 i debiti di fornitura avevano, mediamente, una dilazione di pagamento a 92 giorni.

	Budget			
	n-1	n	n+1	n+2
Debiti verso Fornitori Entro 12 mesi	4.239.977	4.348.399	4.375.326	4.792.632
<i>Differenza debiti</i>	<i>1.024.563</i>	<i>108.423</i>	<i>26.927</i>	<i>417.306</i>
Giorni medi di dilazione	- 92 -	88 -	90 -	95
Rotazione dei Debiti	- 3,97 -	4,15 -	4,06 -	3,84

Dopo l'acquisto della partita di grano che ha drenato la liquidità aziendale, come meglio descritto all'inizio del capitolo, l'approvvigionamento ne ha risentito e alcuni storici fornitori della LUFRA SPA hanno subito dei ritardi nei pagamenti della fornitura. Ciò ha portato un generale malcontento tra queste categorie di fornitori che hanno reagito chiedendo, per le forniture successive, dei pagamenti anticipati per una parte dell'importo. L'anno N è quello dove si sviluppano gli effetti più negativi degli eccessivi acquisti di grano; i fornitori chiedono dei pagamenti anticipati e si riducono sensibilmente i giorni medi di dilazione fornitori. Peraltro, già dall'anno N+1, dopo interventi correttivi, si è ripristinata e, successivamente addirittura migliorata, la situazione ante crisi. In sostanza, già dalla fine dell'anno N +1 l'azienda ha riacquisito la fiducia dei fornitori. Nel caso della LUFRA SPA si è potuto riconquistare la fiducia di alcuni fornitori, innanzitutto facendo leva sulla storicità del rapporto e contrattualizzando le posizioni, in modo da garantire una determinata quantità di acquisti da effettuarsi durante il periodo con un meccanismo di aggiustamento del prezzo che tenesse conto delle variazioni delle materie prime, per avere così la disponibilità di un "affidamento" da parte del fornitore. Inoltre sono stati intensificati i rapporti con istituti di credito comuni tra la LUFRA SPA e gli stessi fornitori; lavorare con la stessa Banca del fornitore, pur con filiali dislocate geograficamente in posti diversi, ha aiutato.

Anche con i fornitori come con i clienti sarebbe opportuno disporre di un contratto di fornitura dove sono esplicitate le condizioni economiche e finanziarie degli ordini e le scontistiche definite per i pagamenti anticipati. E' quindi necessario uno scadenziario dei pagamenti aggiornato al fine di programmare la gestione dei flussi in uscita.

3.5.4. La gestione del magazzino come elemento determinante nella gestione dei flussi di cassa

E' risaputo che il magazzino nel suo complesso è composto da alcune componenti di costo a volte difficili da analizzare e, soprattutto, da ridurre. La consistenza del magazzino dipende, anche in questo caso, dal settore di appartenenza e dalla tipologia di prodotti in oggetto. Articoli come la costruzione di imbarcazioni, aeroplani, o più in generale tutti gli articoli complessi e ad elevato impatto economico, hanno per lo più un basso tasso di rotazione ed è normale che la gestione delle scorte avvenga con modalità *just in time* in modo da non appesantire troppo la gestione finanziaria dell'azienda.

Diversamente, come nel caso della LUFRA SPA che tratta prodotti farinacei, si tende sovente a una gestione del magazzino appesantita da acquisti consistenti di grano e meno fluida in modo da poter sfruttare, in momenti favorevoli di mercato, la leva prezzo del prodotto e lucrare sulla differenza tra il prezzo d'acquisto e il prezzo di futura vendita. E' proprio il caso che abbiamo prospettato: l'organo direttivo della LUFRA SPA, ha erroneamente acquistato materia prima in fase di prezzi calanti riempiendo quindi i magazzini di prodotto il cui prezzo stava drasticamente calando. L'errore è stato nel timing e nel voler speculare sull'acquisto dimenticando il core business dell'azienda: molitorio e non finanziario.

Inoltre qualora l'imprenditore avesse voluto "investire" nell'acquisto di materia prima (speculazione) avrebbe dovuto perlomeno disporre di un'ampia copertura finanziaria.

Diventa dunque fondamentale trovare il giusto equilibrio tra la produzione e la consistenza delle scorte, in modo da non far risentire la produzione e allo stesso modo non appesantire la struttura finanziaria.

Alla stregua dei crediti e dei debiti di fornitura, anche per il magazzino, possono essere calcolati gli indici di durata e di rotazione utili per l'analisi e la determinazione di una equilibrata consistenza.

Per quanto riguarda la durata media delle scorte di magazzino, che misura i giorni di giacenza media, si può calcolare l'indice con la formula:

$$\text{Durata media delle scorte di magazzino} = \frac{\text{Rimanenze di magazzino}}{\text{Acquisti di MP}} \times 365$$

Invertendo invece le grandezze si ottiene

$$\text{L'Indice di rotazione} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Rimanenze}}$$

Le considerazioni appena espresse possono essere estese – più in dettaglio – alle materie prime e ai semilavorati.

Nella tabella sotto riportata si dà evidenza al tasso e ai giorni di rotazione del magazzino della LUFRA SPA. Questo indice esprime il numero di volte in cui, in un determinato periodo, il materiale "ruota" in magazzino. Un indice pari a 6, come nell'esempio sopra riportato, evidenzia che il materiale si è rinnovato per sei volte nel periodo di tempo considerato. Per circa sei volte quindi, il magazzino si è riempito e si è svuotato. Ovviamente, parlare di un indice di rotazione pari a 6 significa avere una giacenza media dei prodotti in magazzino pari ad 61 giorni (anno N e N+1) o a 57 (anno N+2).

	n-1	n	n+1	n+2
Rimanenze Finali	2.310.392	2.653.395	2.577.774	2.511.643
Esistenze Iniziali	2.381.817	2.310.392	2.653.395	2.577.774
DELTA SCORTE MAT (COSTI)	-51.425	343.003	-75.621	-66.130
COSTO D'ACQUISTO MP.	- 14.786.507	- 15.920.371	- 15.466.642	- 16.074.518
Inc. del costo di acq.sui RDV+V.Rim.	-80,0%	-88,0%	-80,0%	-80,0%
CONSUMO	- 14.837.933	- 15.577.367	- 15.542.263	- 16.140.648
TASSO DI ROTAZIONE	6,4	6,0	6,0	6,4
DURATA Giorni	57	61	61	57

In termini più pratici, maggiore è la durata del magazzino e più basso sarà l'indice di rotazione e maggiore il fabbisogno finanziario per la produzione. Infatti le materie vengono acquistate e successivamente stoccate restano in attesa di essere trasformate\vendute: questo è un processo che drena liquidità in proporzione ai giorni impiegati per il ciclo trasformazione\vendita.

Sempre in relazione all'esempio della LUFRA SPA si evince come l'evento acquisto del grano nell'anno N-1, più volte richiamato nei paragrafi precedenti, abbia avuto delle conseguenze anche negli anni successivi. Infatti si passa da un magazzino che ha 57 giorni di giacenza nell'anno N-1 a salire fino a 61 giorni nei due anni seguenti. Solo nell'anno N+2 si ritorna a livelli di 57 giorni di giacenza di merce in magazzino.

3.5.5. La durata netta del ciclo commerciale

Una volta definite le grandezze del Capitale Circolante Commerciale Netto (CCNC) analizziamo come queste impattano sui flusso di cassa della gestione caratteristica.

Sommando i giorni del Capitale Circolante Netto Commerciale (giorni di dilazione d'incasso dei Crediti verso i Clienti + Giorni di giacenza in Magazzino – i giorni di dilazione concesse dai fornitori) si ottengono i giorni di durata del CCNC (tabella sotto).

DURATA MEDIA DEL CAPITALE CIRCOLANTE (giorni)	n-1	n	n+1	n+2
Giorni dilazioni crediti vs clienti	90	98	90	85
Giorni magazzino	57	61	61	57
Giorni dilazioni debiti vs fornitori	-92	-88	-90	-95
GIORNI DEL CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE	55	71	61	47

La tabella sopra mostra gli effetti della politiche gestionali messe in atto dalla LUFRA SPA: a colpo d'occhio si nota come nell'anno N-1, a seguito di acquisti a prezzi successivamente sono crollati, l'azienda ha subito una forte contrazione economica dovuta alla diminuita marginalità sulle vendite (si veda il risultato operativo dell'anno N). Tali acquisti si riflettono su un maggior valore impegnato nel magazzino e conseguente drenaggio di liquidità. Per mantenere le vendite si agisce sulle politiche commerciali concedendo maggiori dilazioni di pagamento con conseguenti maggiori fabbisogni di cassa.

Variazione del Circolante	n-1	n	n+1	n+2
<i>Variazione Crediti vs Clienti</i>	635.693	- 311.931	93.900	91.411
<i>Variazione Magazzino MP e merci</i>	425.759	- 343.003	75.621	66.130
<i>Variazione Debiti vs Fornitori</i>	- 1.024.563	108.423	26.927	417.306
<i>Variazione della liquidità</i>	36.889	- 546.511	196.448	574.848

Nell'anno N il flusso di cassa operativo netto drena oltre 500.000 € di liquidità. Ma le azioni correttive poste in essere già dalla fine dell'anno N e protrate per i due esercizi di competenza danno i loro frutti quasi immediatamente. Nell'anno N+1 già scontata la perdita dell'anno prima, l'azienda torna a produrre flussi finanziari positivi.

Nel nostro caso, in una situazione ordinaria le variazioni nell'attivo corrente dovrebbero coprire quelle nel passivo corrente⁽¹¹⁾, mentre in una situazione squilibrata, le superano in misura patologica. E ciò si è verificato a seguito delle ampie dilazioni concesse ai clienti, di magazzini saturi e, di contro, delle scarse dilazioni concesse dai fornitori. In altre parole, nella situazione appena prospettata, i clienti hanno una grande forza contrattuale (pagano dopo) e i fornitori di contro, non hanno fiducia

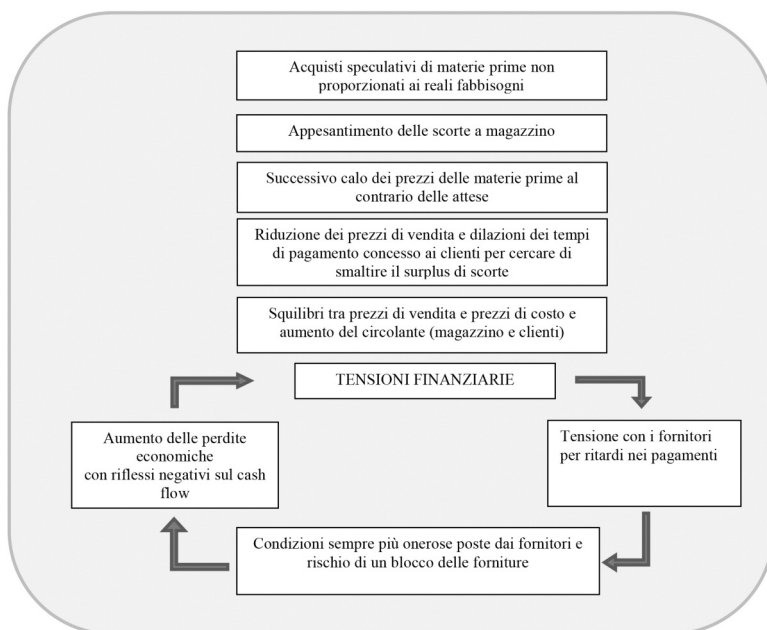
(11) Tale affermazione non è valida in assoluto in tutti i settori. Vi sono dei casi dove lo squilibrio tra attività e passività correnti è fisiologico e non per forza assume una connotazione negativa. Per esempio, nelle aziende turistico ricettive con dei forti caratteri di stagionalità, ad esempio, il ciclo economico attivo è concentrato in determinati mesi dell'anno considerando la quasi totale assenza del magazzino. Parimenti nei mesi di chiusura, invece, per via dei forti investimenti e delle manutenzioni, il circolante fisiologicamente inverte di segno per via delle manutenzioni e/o investimenti necessari all'attività. Nel ciclo operativo di aziende di commercio alimentare i.e. supermercati, al contrario, sarà normale constatare la poca consistenza dei crediti commerciali, così come la politica delle scorte rende un valore basso del magazzino e, data la forza contrattuale, sarà possibile ottenere condizioni di favore dai fornitori.

nell'azienda (esigono pagamenti anticipati), In queste situazioni occorre intervenire immediatamente prima che essa diventi irricuperabile.

3.6. Considerazioni di sintesi e possibili linee guida

Politiche di acquisto speculative comportano rischi che, se si concretizzano, hanno gravi ricadute negative sia sul piano economico, sia su quello finanziario. Così, come nel caso della LUFRA SPA, speculare sulla discesa dei prezzi delle *commodities*, per di più nel momento sbagliato, può significare:

- appesantimento dei livelli delle scorte dovuto, in un primo tempo, ad acquisti speculativi, poi a crescenti volumi di acquisti successivi, volti a mediare al ribasso il prezzo medio di acquisto delle *commodities*, ma con conseguente inevitabile aumento dei fabbisogni finanziari;
- risultato economico in perdita dovuto allo squilibrio tra prezzi di vendita e prezzi di costo del venduto, malgrado l'attenuazione del prezzo di costo medio dovuta agli acquisti successivi;
- maggiori dilazioni ai clienti, oltre a prezzi ribassati per riuscire a smaltire il magazzino;
- ritardi nei pagamenti ai fornitori e conseguenti tensioni nei rapporti e calo di fiducia.



L'ideogramma qui sopra delineato cerca di rappresentare visivamente il circuito vizioso da cui l'impresa – qui presa in esame come caso di studio – ha rischiato di non più uscire.

Il controllo finanziario, come qui prospettato, permette di affrontare e risolvere i problemi in modo tempestivo, prima che sia troppo tardi. Come? Attraverso analisi tempestive delle informazioni utili per prendere le opportune decisioni.

Nel caso di specie le azioni correttive sono state:

- recupero di fiducia e quindi di un ragionevole “fido” dei fornitori facendo leva sulla storicità dei rapporti;
- contratto quadro di acquisto con clausola adeguamento prezzi in relazione all'andamento del mercato;
- rapporti intensificati con il proprio istituto di credito e con quello dei fornitori;
- graduale adeguamento dell'equilibrio economico con prezzi di vendita e dilazioni da concedere ai clienti in linea ai dati di mercato.

Il commercialista-consulente dell'imprenditore dovrebbe quindi, nelle situazioni riconducibili, pur anche solo sotto alcuni aspetti, al nostro caso di studio:

- raccomandare l'introduzione di una strumentazione per il controllo tempestivo e periodico anche infrannuale sui pilastri che sono alla base dei flussi di cassa, ossia sui flussi di capitale circolante generati dalla gestione caratteristica (acquisti e vendite) e sulle variazioni di circolante in corso d'anno; le linee qui prospettate possono essere un possibile riferimento per l'introduzione o l'adeguamento del controllo finanziario; l'importante è che ne risulti una obiettiva consapevolezza della situazione finanziaria in atto;
 - raccomandare l'elaborazione di bilanci gestionali mensili riclassificati al fine di analizzare le poste di maggiore interesse per capire l'andamento in corso e poter ridefinire le strategie aziendali;
 - raccomandare quindi politiche di acquisto delle materie prime strategiche strettamente in funzione dei fabbisogni della produzione e delle vendite;
 - nella malaugurata presenza di acquisti speculativi, assistere l'imprenditore nel limitare i possibili danni, attuando interventi che si aggancino a un rigoroso controllo finanziario e non lasciati all'improvvisazione o alla emotività tipiche delle situazioni fuori controllo.
- In conclusione un buon controllo finanziario dovrebbe fornire informazioni utili per:
- stimare al meglio le previsioni di incassi e pagamenti;

- tenere le giacenze di magazzino nei limiti prefissati;
- non avere “sorprese” sui livelli degli scoperti di conto corrente;
- contenere l’aumento dei fabbisogni finanziari a fronte di aumenti del fatturato e mantenere un certo equilibrio tra le componenti del capitale circolante in linea con le best practice del settore.

4. DALLA GESTIONE PASSIVA ALLA GESTIONE ATTIVA DELLA TESORERIA: IL VALORE DEL TEMPO^(*)

4.1. Cosa significa una gestione attiva della tesoreria

L'analisi a consuntivo delle determinanti dei flussi di cassa è condizione necessaria, ma non sufficiente, per monitorare il rischio di liquidità. Occorre avvalersi anche di un modello di previsioni di cassa che sia adeguato alla specifica realtà aziendale, in particolare per quanto riguarda le caratteristiche del suo indebitamento, sia esso di natura commerciale o finanziaria, un modello che permetta di anticipare l'attenzione su possibili rischi finanziari e decidere per tempo come fronteggiarli.

Questo scritto si propone di dare alcuni suggerimenti per una costruzione pratica, ma rigorosa delle previsioni di tesoreria, con un taglio operativo semplice e con una particolare attenzione rivolta alla gestione attiva della tesoreria che sia anticipatrice degli eventi finanziari per i successivi mesi.

Analizziamo qui le fonti dei dati, il loro trattamento dal punto di vista finanziario e introduciamo una metodologia di registrazione degli accadimenti finanziari. Considerato che tra le maggiori difficoltà attuali vi sono la volatilità e l'incertezza, proponiamo inoltre una modalità innovativa per gestire le previsioni degli eventi incerti.

Nei sistemi economici attuali, caratterizzati da aleatorietà e volatilità estremamente elevate, occorre passare da una gestione passiva della tesoreria a una gestione attiva. Questo comporta una sostanziale

(*) A cura di Riccardo Scavi, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e di Cesare Luigi Spezia, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

differenza di approccio: la gestione passiva proietta in avanti nel tempo eventi che devono **necessariamente** verificarsi; quella attiva comporta una gestione **anticipatrice** degli eventi futuri.

Se oggi si emette una fattura, con condizione di pagamento “30 giorni fine mese”, alla fine del mese prossimo mi aspetto di incassare il corrispettivo di tale fattura: questa è gestione passiva, basata su una **previsione c.d. certa**. Se si acquista un’opzione *call* che permette di approvvigionarsi di una materia prima ad un prezzo massimo prefissato, si limita il rischio di crescita dei costi: questa è gestione attiva.

4.2. Le diverse fonti dei dati

Ritenendo opportuno estendere il nostro orizzonte temporale di analisi e di previsione oltre il brevissimo o breve termine, come è necessario nei momenti di maggior turbolenza ambientale, è evidente che non possiamo più basarci solo su eventi già accaduti e già presenti in contabilità che produrranno eventi (più o meno) certi nel futuro, ma dobbiamo integrare le informazioni contabili prendendo in considerazione fatti che con un grado di probabilità più o meno elevata si verificheranno in futuro e che, a loro volta, produrranno altri eventi in momenti ancora successivi.

Con riferimento alla gestione aziendale, questi fatti che traggono origine da 6 fonti-base dei dati possono a grandi linee così declinarsi:

1. **fatture emesse**: il flusso di cassa atteso si verificherà alla scadenza contrattualmente prevista per il pagamento;
2. **merci consegnate**: la fattura verrà emessa secondo la cadenza abituale di fatturazione, il che successivamente riporta al caso precedente;
3. **lavorazioni in corso**: al termine della lavorazione, le merci verranno consegnate e, di nuovo si ritorna ai casi precedenti;
4. **ordini ricevuti**: in relazione alla capacità produttiva disponibile e ai tempi di consegna richiesti o concordati con il cliente, verranno attivate le lavorazioni, ecc. ecc.;
5. **trattative con i clienti**: una volta definiti tutti gli aspetti dell’accordo in termini di quantità, prezzi, sconti, tempi di consegna ecc., il cliente emetterà l’ordine e, ancora una volta, torniamo ai casi precedenti;
6. **budget**: essendo «un programma di azione espresso in termini quantitativi e monetari, che copre un dato arco di tempo» (Antony/Welsh, 1974), il budget contiene al suo interno tutti gli elementi visti prima.

Un proverbio danese sostiene che “è difficile fare previsioni, specialmente sul futuro⁽¹²⁾”, però le tecniche statistiche ci permettono di affrontare la gestione dei dati futuri incerti: un evento può non essere prevedibile, ma un gruppo di eventi può avere un risultato prevedibile con un grado di attendibilità più o meno elevato.

Proviamo ad analizzare brevemente i 6 elementi sopra descritti per valutare come sia possibile effettuare delle previsioni.

1. se l'azienda ha clienti abituali⁽¹³⁾, nel sistema informativo contabile vi sarà la registrazione dell'affidabilità di ciascun cliente in termine di puntualità dei pagamenti. Sarà quindi possibile determinare se il cliente è un pagatore puntuale alla scadenza, oppure se si prende alcuni ulteriori giorni prima di effettuare l'accredito. In questa analisi è importante anche calcolare sia il ritardo medio che il ritardo modale⁽¹⁴⁾ per poter valutare se il cliente ha comportamenti abituali o tiene comportamenti differenti in funzione dell'importo del pagamento che deve eseguire. In base a questi elementi è possibile prevedere i flussi di cassa non solo sulla base delle fatture emesse e dei termini contrattuali di pagamento, ma anche delle buone o cattive abitudini dei diversi clienti.

2. il tempo che intercorre tra la consegna della merce e l'emissione della fattura solitamente è certo, dal momento che le scadenze di fatturazione per l'azienda sono normalmente predeterminate e fisse. E' pertanto possibile prevedere i flussi di cassa anche sulla base dei documenti di trasporto semplicemente aggiungendovi un *offset* che tenga conto dei tempi di fatturazione (es. se la merce viene spedita il giorno 10 del mese, ma la fatturazione viene eseguita a fine mese, il termine di pagamento del cliente dipende dall'emissione della fattura).

3. le lavorazioni si traducono in consegne sulla base della puntualità che ha l'azienda nel rispettare i termini e sulla complessità e sul rischio che

(12) www.quoteinvestigator.com/2013/10/20/no-predict/

(13) Nel caso di clienti nuovi è buona norma applicare la regola americana “*In God we trust, all others pay cash*”, quindi esigere pagamento contrassegno.

(14) In statistica la moda è il valore (o i valori) più frequente che si ritrova in un una distribuzione di numeri, la media è il valore μ tale che $n \cdot \mu = \sum x_1, x_2, \dots, x_n$. Differentemente dalla media, la moda è un valore effettivo e non deriva da un calcolo matematico ma dalla analisi della curva di distribuzione delle probabilità, ed è il valore che più probabilmente verrà estratto in un campionamento casuale. Da questo deriva che il ritardo medio nei pagamenti risente degli importi di ogni singolo pagamento, mentre il ritardo modale prescinde da tale dato e rappresenta il valore più probabile dei ritardi futuri.

comporta la specifica lavorazione. L'azienda deve quindi valutare quali sono i tempi che intercorrono tra la messa in lavorazione e la consegna al cliente in relazione al tipo di prodotto o lavorazione più o meno complessa che deve essere svolta.

4. la messa in lavorazione degli ordini risente di due tipi di problematiche: una esterna e una interna. La problematica esterna dipende dagli accordi presi con il cliente: l'ordine può richiedere la messa in lavorazione in uno o più momenti successivi. Casi tipici sono quelli del cliente che piazza l'ordine per assicurarsi la fornitura a termine e quello degli ordini annuali con consegne di quantitativi periodici. Più complessa da gestire è invece la problematica interna, quando cioè la messa in lavorazione dipende da esigenze organizzative dell'impresa stessa, quali quelle connesse alla capacità produttiva o ad altre lavorazioni con priorità maggiore. Tale circostanza, oltre a rappresentare la dinamica relativa ai tempi e metodi di produzione, se mal gestita potrebbe comportare il rischio di cancellazione degli ordini, per mancato rispetto delle consegne, o l'applicazione di penali.

5. Un ulteriore elemento di incertezza si presenta in sede di trattativa a seguito del fatto (ovvio, ma non sempre tenuto in debito conto) che non tutte le trattative si concludono con ordini, che non sempre i prezzi sono già fissati e spesso non è neanche possibile determinare in questa fase il momento in cui perviene l'ordine e può essere avviata la messa in produzione.

6. In questa fase non vi è ancora il contatto con il cliente ma vi è solo la definizione degli obiettivi e di previsioni su cui essi poggiano. L'incertezza è massima.

4.2.1. Quando e come usare le diverse fonti dei dati

Le 6 fonti illustrate devono ovviamente essere utilizzate nell'ordine in cui sono state presentate: è inutile ragionare sugli ordini se la merce è già stata spedita. Il numero effettivo di giorni o mesi da considerare è in funzione del ciclo di attività dell'azienda: se i pagamenti contrattuali sono a 60/90 giorni⁽¹⁵⁾, è evidente che i flussi di cassa previsti oltre i 2-3 mesi non possono basarsi più sulle fatture emesse, ma quanto meno dovranno prendere in considerazione lavorazioni in corso e ordini.

(15) e i clienti rispettano le scadenze.

A questo proposito, diviene fondamentale introdurre due osservazioni che hanno particolare rilevanza per le fonti di dati n.5 (le trattative con i clienti) e n.6 (i *budget*).

La prima riguarda il grado di incertezza che vi è negli eventi futuri. Quando i flussi di cassa vengono stimati sulla base delle trattative, è evidente che non tutte le trattative si traducono in ordini; diviene pertanto fondamentale non solo considerare il differimento temporale del flusso di cassa, ma anche la probabilità che questo si verifichi effettivamente, applicandovi una riduzione percentuale⁽¹⁶⁾.

La seconda considerazione riguarda le previsioni annuali e le loro rettifiche nel caso in cui la produzione non raggiunga la quota mensilizzata prevista oppure la superi. Sotto la prima ipotesi, se non tutta la previsione mensile si è già tradotta in ordini, lavorazioni, consegne e fatture, è necessario capire se il residuo previsto è destinato a concretizzarsi oppure gli obiettivi definiti erano troppo ambiziosi. Nel primo caso è possibile continuare a considerare attendibile il flusso di cassa come da previsioni iniziali, con ovviamente una valutazione probabilistica per l'incertezza. Se la previsione era troppo ambiziosa, occorre stralciare l'errore di stima, salvo il caso in cui sia certo che i minori risultati del periodo vengano recuperati nei periodi successivi. Analoga e simmetrica considerazione vale nel caso in cui vi siano superamenti delle previsioni che in realtà possono essere semplicemente anticipazioni di ordini previsti per periodi successivi.

4.2.2. Le dimensioni del tempo e del rischio nelle previsioni

Da quanto abbiamo descritto, nella redazione delle previsioni si deve superare la logica del solo dato economico, nella sua doppia valenza di dato numerario e di dato inserito secondo il criterio di competenza: occorre affiancare anche i concetti di tempo e rischio.

Ci riferiamo qui ad una struttura di rilevazione integrata, dove in un unico sistema vengono inserite e rese poi disponibili tutte le informazioni rilevanti per le decisioni: tali programmi che una volta erano di elevata complessità e richiedevano investimenti rilevanti sia in *hardware* che in

(16) Ad esempio, se il 70% delle trattative vanno in porto, possono essere considerati attendibili il 70% dei flussi di cassa relativi alle consegne per le quali le trattative sono in corso.

software, oggi sono resi assai più economici ed accessibili alle medie e alle piccole imprese. Al limite, tali informazioni si possono anche gestire tramite una estrazione dei dati dalla contabilità a cui affiancare le date di scadenza del fornitore e del cliente. La base di tali previsioni deve essere la realizzazione di sistemi di rilevazione che tengano conto a livello storico di queste due variabili (tempo e rischio), strutturati in modo da predisporre le informazioni utili alle previsioni. In particolare qui ci riferiamo alla costruzione di una “contabilità del tempo”, ossia una logica di rilevazione sistematica dei tempi in cui si manifestano le operazioni aziendali. E poichè per quanto riguarda gli esborsi è l’impresa stessa a decidere (e, quindi, a conoscere) le modalità contrattuali ed effettive della manifestazione finanziaria delle uscite, il nostro campo d’indagine qui si sovrappone a quello del credit manager per quanto riguarda la conoscenza degli incassi. Tali attività, che appunto nelle imprese di maggiore dimensione rientrano nella competenza della gestione crediti, sono facilmente semplificabili per le società di minori dimensioni, accettando alcune limitazioni operative: anzi la stessa dimensione ridotta spesso è un fattore di agevolazione, perché comporta la gestione di un minor numero di meno dati e sovente una naturale conoscenza delle controparti e delle loro caratteristiche finanziarie.

Senza entrare in tutte le componenti di questa attività di rilevazione, ci soffermiamo sul calcolo del ritardo dei pagamenti del cliente.

Uno degli errori da evitare nel calcolare i ritardi di un cliente è quello di considerare solo la media dei giorni di differenza tra la scadenza e l’effettiva valuta di accredito; tale modalità trascura di dare la giusta rilevanza all’importo in scadenza, equiparando i ritardi per somme piccole e per quelle rilevanti, laddove per la tesoreria sono ovviamente più importanti i grossi importi⁽¹⁷⁾. Altresì, l’utilizzo della media è corretto solo se la distribuzione dei ritardi è omogenea.

La nostra proposta è quella di calcolare i ritardi ponderando il numero dei giorni all’importo, così da dare maggiore rilevanza agli importi più elevati, e di utilizzare il calcolo della *moda* anziché della *media*, al fine di evidenziare correttamente la frequenza dei ritardi di maggior rilevanza.

Esemplificando, se ipotizziamo una sequenza come segue:

(17) cfr. quanto sopra detto per il ritardo modale.

Ritardo nell'incasso	Ammontare del pagamento
10 giorni	1.700 EUR
4 giorni	2.200 EUR
15 giorni	1.500 EUR
21 giorni	9.500 EUR

Il valore medio dei ritardi è di 12,5 giorni.

Il valore medio ponderato dei ritardi è di 16,6 giorni.

Il valore modale, costruendo classi di 5 giorni in 5 giorni, è 21 giorni nella classe 15 - 20 giorni.

È evidente dall'esempio come le tre informazioni siano assai diverse, e come le proiezioni basate sulle medie possano essere distorsive degli effettivi ritardi. Dalle schede-cliente si possono altresì desumere ulteriori informazioni, legate all'andamento del fatturato e alla affidabilità contrattuale del cliente. Se si dispone di dati storici, si può vedere non solo l'andamento delle vendite, ma anche quanti contratti si siano effettivamente trasformati in ordini e quanti ordini siano stati eseguiti nei tempi stabiliti senza modifiche di quantità o tempi di consegna.

Quanto sopra è un esempio di ciò che si può ottenere dalla rilevazione integrata delle variabili non monetarie legate al cliente, in special modo legate ai due elementi che ci interessa analizzare: il tempo e il rischio.

La tabella qui sotto riportata rappresenta un esempio delle informazioni ricavabili dalla scheda-cliente opportunamente strutturata.

anagrafica	denominazione					
0755835	Cliente 1					
anno precedente	anno corrente	trimestre precedente	importanza	margine	rilevanza	
budget	budget	budget	% su budget		% su margine tot	
425.800	500.000	120.000	18%	46.800	12%	
fatturato effettivo	fatturato effettivo	fatturato effettivo	% su fatturato			
390.000	340.000	140.000	16%			
ritardo medio	ritardo modale	esposizione effettiva	esposizione % su tot	costo esposizione	tiraggio (effettivo uso del fido)	
15gg	7gg	137.583	15%	11.007	69%	
condizione concessa		fido annuo	fido trimestr	fido operazione singola	fido scadenza	
60gg		500.000	200.000	50.000	31-gen-17	
% scaduti su tot fatture	>>> dinamico					
20%	18%					
note di credito / fatture	>>> dinamico					
5.0%	7.0%					

4.2.3. Il processo integrato per la costruzione delle previsioni di tesoreria

Con le informazioni raccolte a consuntivo, la costruzione dei preventivi avviene secondo la normale sequenza di fasi operative, cui aggiungiamo le informazioni finanziarie e probabilistiche necessarie. Rimandando alla ampia letteratura esistente sulla redazione dei preventivi, ci concentriamo sui punti rilevanti per i nostri scopi:

- a. definizione del fatturato
 - I. classi di clientela
 - II. classi di probabilità
- b. calcolo distinte-base
- c. definizione entrate/uscite gestione corrente
- d. inserimento flussi di entrate/uscite costanti
- e. rappresentazione a scalare dei flussi

Nella prima fase, in genere, ci si limita a definire una previsione media del fatturato futuro: è invece opportuno articolare tale previsione in classi di probabilità, distinguendo le vendite future in tre categorie:

- 4 certe
- 5 probabili
- 6 possibili

La prima categoria è composta da contratti già stipulati la cui esecuzione è “quasi sicura”, dato che esistono già documenti contrattuali o pre-contrattuali che impegnano il cliente all’acquisto, e quindi si possono inserire i relativi valori numerari con alto grado di attendibilità. Qui occorre considerare non solo il valore del contratto, ma anche il tempo in cui si verificherà la sua esecuzione e il tempo della manifestazione numeraria collegata, che si calcolerà aggiungendo alla dilazione contrattuale il ritardo modale del cliente in esame.

Nella seconda categoria possiamo mettere i contratti in fase di avanzata negoziazione o per i quali è assai probabile l’esecuzione: si tratta di valutare una probabilità⁽¹⁸⁾ che la trattativa si concluda positivamente, e quindi occorre basarsi su indizi concreti per valutare tale ipotesi: bozze contrattuali in corso di approvazione, conoscenza dei cicli operativi del cliente, impegnative informali in corso di formalizzazione, ecc.

(18) Solitamente stimabile tra il 35% e il 85%; oltre l’85% l’esito positivo della trattativa può praticamente considerarsi “certo”.

Nella terza categoria inseriamo i contratti a bassa probabilità di concretizzazione intesa come attendibile conclusione del contratto⁽¹⁹⁾: nuovi clienti con i quali le trattative sono avviate, ma dove non è possibile valutare l'accordo in termini quantitativi perché non sono ancora definiti caratteristiche, prezzo o altre condizioni fondamentali, clienti abituali con stagionalità periodiche ben definite, ma non ancora contattati o con ordinativi in calo, ecc.

Per superare agevolmente le eventuali complessità delle rilevazioni sopra descritte, che sono da definire nelle variabili di importo, competenza, dilazione e probabilità, si consiglia di circoscrivere questo lavoro ai clienti maggiori, fino a coprire approssimativamente l'80% del fatturato previsto: in genere si tratta di pochi clienti⁽²⁰⁾, e se così non fosse si consiglia di costruire classi di clientela che presentino caratteristiche omogenee e di trattarle come se fossero un singolo cliente.

Definito così il fatturato, si applicano le schede-costo di prodotto agli ordini come sopra identificati in modo da calcolare i costi dei fattori produttivi e per tali costi si determina la relativa manifestazione temporale. A questi valori si applicherà la stessa probabilità di accadimento del fatturato che li genera; si terrà inoltre conto delle dilazioni di pagamento che si vogliono (o possono) ottenere dai fornitori.

Si può a questo punto calcolare il flusso di cassa effettivo della gestione corrente, sommando algebricamente i valori positivi e negativi sopra ottenuti, realizzando distinte somme parziali per ciascun livello di probabilità. Ricordiamo l'importanza di definire anche il saldo della gestione IVA in un apposito modulo di calcolo, dato che i movimenti sopra indicati hanno una loro manifestazione numeraria comprensiva di IVA, ed in genere tale esborso avviene anticipatamente all'incasso del credito e pertanto può avvenire che crei tensioni di tesoreria che devono essere opportunamente conosciute in anticipo⁽²¹⁾.

Si inseriscono quindi i valori delle uscite predefinite e periodicamente ripetitive (es. personale, affitti, leasing) e per i pagamenti che derivano da

(19) La probabilità che la trattativa si concluda positivamente è inferiore al 35%.

(20) L'approccio alla gestione aziendale deve produrre il massimo risultato con il minimo sforzo; quando il costo addizionale dello sforzo supera il valore aggiunto del risultato prodotto, stiamo operando un una logica antieconomica.

(21) Il caso opposto, di azienda strutturalmente a credito IVA è altrettanto critico in termini di tensioni di tesoreria, stante le rigide regole esistenti per i rimborsi IVA.

contratti che prevedono esborsi periodici. Il risultato sarà un modello di analisi simile a quanto segue⁽²²⁾.

	gennaio	febbraio	marzo	aprile	maggio	giugno
Incassi da clienti "certi"	200.000	100.000	100.000	150.000	650.000	300.000
Pagamenti a fornitori per acquisti -	96.250	32.200	48.300	209.300	96.600	217.350
Pagamenti a fornitori per servizi	-	1.750	2.625	11.375	5.250	11.813
Pagamenti a fornitori per acquisti	-	1.050	1.575	6.825	3.150	7.088
Pagamenti al personale -	170.000	170.000	170.000	170.000	170.000	170.000
Altri pagamenti -	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Flusso Finanziario della attività operativa -	96.250	- 135.000	- 152.500	- 277.500	345.000	- 136.250
Disponibilità liquide ad inizio periodo	- 609.567	- 705.817	- 840.817	- 993.317	- 1.270.817	- 925.817
Disponibilità liquide a fine periodo	- 705.817	- 840.817	- 993.317	- 1.270.817	- 925.817	- 1.062.067
fido	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000
utilizzo fido	88%	105%	124%	159%	116%	133%
sconfino	-	- 40.817	- 193.317	- 470.817	- 125.817	- 262.067
Incassi da clienti "probabili"	-	-	180.000	180.000	-	-
Pagamenti a fornitori per acquisti	-	38.640	38.640	-	-	10.733
Pagamenti a fornitori per servizi	-	2.100	2.100	-	-	583
Pagamenti a fornitori per acquisti	-	1.260	1.260	-	-	350
Flusso Finanziario della attività operativa	-	42.000	138.000	180.000	-	11.667
Disponibilità liquide ad inizio periodo	- 609.567	- 705.817	- 882.817	- 897.317	- 994.817	- 649.817
Disponibilità liquide a fine periodo	- 705.817	- 882.817	- 897.317	- 994.817	- 649.817	- 797.734
utilizzo fido	88%	110%	112%	124%	81%	100%
sconfino	-	- 82.817	- 97.317	- 194.817	-	-
Incassi da clienti "possibili"	-	80.000	150.000	50.000	50.000	-
Pagamenti a fornitori per acquisti -	17.173	32.200	10.733	10.733	-	-
Pagamenti a fornitori per servizi -	933	1.750	583	583	-	-
Pagamenti a fornitori per acquisti -	560	1.050	350	350	-	-
Flusso Finanziario della attività operativa -	18.667	45.000	138.333	38.333	50.000	-
Disponibilità liquide ad inizio periodo	- 609.567	- 724.484	- 856.484	- 732.650	- 791.817	- 396.817
Disponibilità liquide a fine periodo	- 724.484	- 856.484	- 732.650	- 791.817	- 396.817	- 544.734
utilizzo fido	91%	107%	92%	99%	50%	68%
sconfino	-	- 56.484	-	-	-	-

Il modello di cui sopra evidenzia in sezioni diverse i saldi monetari che derivano dal fatturato 'certo', da quello 'probabile', e da quello 'possibile'. La prima sezione è un normale schema di previsione di cassa: le sezioni seguenti riportano gli incassi 'probabili' e 'possibili', con la loro corretta scadenza, sia i rispettivi costi variabili necessari, anche loro con la corretta scadenza. Nel nostro esempio, ad una situazione di cassa negativa per

(22) Tale modello va sviluppato a livello di totale azienda e verificato per singolo conto bancario.

molta parte del periodo, si va man mano sostituendo una posizione di cassa che, con anche i ‘possibili’, mostra un deficit di cassa solo per una mensilità: l’informazione aggiuntiva, rispetto alle previsioni di tesoreria tradizionali, sta nella analisi probabilistica dei flussi, che sono rese visibili secondo la loro progressiva possibilità di accadimento.

4.3. Le previsioni di cassa/finanziarie per il cash management

Le informazioni così ottenute, oltre ad essere più articolate rispetto a quelle tradizionali, permettono una valutazione più ampia e precisa del fabbisogno di cassa: ne viene infatti definito l’ammontare minimo e massimo, e soprattutto il momento in cui sorgeranno le necessità di copertura di breve termine e la probabilità del loro accadimento. L’ampiezza temporale da utilizzare sarà dettata dalla modalità ipotetica di copertura degli eventuali sbilanci: ad esempio, se esiste la possibilità di utilizzare temporanei sconfinamenti di fido bancario, occorre tener conto del tempo necessario per ottenere l’approvazione di tale ampliamento, tipicamente alcuni mesi, e del tempo necessario per predisporre una copertura alternativa, se l’estensione non venisse concessa. In questo modo, il responsabile della tesoreria può predisporre per tempo gli opportuni strumenti di copertura del deficit, scegliendone non solo la durata e l’importo, ma anche la flessibilità necessaria per far fronte alle diverse configurazioni probabilistiche. Nell’esempio citato, occorre coprire certamente una necessità di cassa per due mesi per un importo di 250.000€ al primo mese e di 100.000€ il secondo, che si può realizzare ad esempio con sconto anticipazioni bancarie su fatture clienti; togliendo i ‘possibili’, nasce una ulteriore esigenza di copertura per due mesi, di cui uno per soli 15.000€ e il secondo per 120.000€, il primo gestibile con una rinegoziazione dei termini di pagamento con un fornitore o con l’utilizzo del fido inutilizzato sullo scoperto di conto corrente e il secondo con una altra operazione di anticipazione su fatture. Il terzo caso, con solo le operazioni ‘certe’, richiede azioni più strutturate che si devono affrontare con adeguato anticipo, costituendo le dovute garanzie per un prestito di breve o rinegoziando la struttura delle dilazioni concesse ad alcuni clienti o quelle ottenute dai fornitori. Si apre così anche per la parte finanziaria quella discussione virtuosa tra le diverse componenti della organizzazione aziendale, e le previsioni di tesoreria diventano effettivamente occasione di incontro e di condivisione delle problematiche delle diverse funzioni aziendali.

4.4. La revisione periodica

La velocità con cui si verificano gli accadimenti aziendali impone nel nostro approccio un processo di revisione ancora più frequente di quello per le previsioni ordinarie, dato che le variabili da controllare (tempo e probabilità) possono evolversi rapidamente e assumere valori ben diversi da quelli ipotizzati in precedenza. Occorre quindi che le diverse funzioni aziendali si comunichino reciprocamente le variazioni di quantità contrattuali, prezzi, dilazioni di pagamento concesse, ritardi effettivi e probabilità di accadimento delle previsioni. Uno schema come quello che abbiamo visto sopra accorpa già molte di queste informazioni, dove i valori prospettici vengono aggiornati con i contratti effettivi e si calcola la differenza tra quanto previsto e quanto effettivamente sottoscritto, modificando via, via la classe di probabilità a cui attribuire una commessa e, se del caso, eliminandola.

Tutte queste attività, che possono sembrare complesse se gestite in modo poco organizzato, diventano quasi automatiche se inserite all'interno di un programma che ne gestisce le relazioni e che, partendo dai pochi input necessari, provvede ai calcoli e alla redazione della tabelle in modo integrato, costruendo al tempo stesso un database dove fare riferimento per analisi e valutazioni future, sia della azienda nel suo complesso, sia del singolo cliente. Una videata di tale programma è nel prospetto che segue.

ANALISI FINANZIARIA PER CLIENTI

Proiezioni fatturato-ordinato-budget

Rag. Sociale		gen-16	feb-16	mar-16	apr-16	mag-16
Cliente 1	Fatturato		143.960	2.562		2.440
	iva Fatturato			(31.671)	(564)	
	Ordinato					
	iva Ordinato					
	Budget	10.000	150.000	10.000	10.000	10.000
	Residuo	10.000	6.040	33.398	10.462	7.560
cliente 2	Fatturato				58.560	
	iva Fatturato					(12.883)
	Ordinato					
	iva Ordinato					
	Budget	12.000	12.000	12.000	60.000	12.000
	Residuo	12.000	12.000	12.000	1.440	22.560
Tot. Ordinato			143.960,00	2.562,00	58.560,00	2.440,00
Tot. IVA Ordinato				(25.960,00)	(462,00)	(10.560,00)
Tot. Fatturato						
Tot. IVA Fatturato						
Tot. Budget		22.000,00	162.000,00	22.000,00	70.000,00	22.000,00
Tot. Budget residuo		22.000,00	18.040,00	45.398,00	11.902,00	30.120,00

Alternativamente, per le aziende più piccole, basta realizzare dei fogli di calcolo excel alimentati da estrazione dei dati contabili e realizzare una serie di tabelle dinamiche (le ‘tabelle pivot’) con cui le attività viste sopra sono gestite in modo semplice, ma pur sempre rigoroso, realizzando previsioni standardizzate ed evitando la pratica delle previsioni ‘ad hoc’ che non sono fra loro confrontabili, non vengono salvate per eventuali verifiche successive, ma soprattutto rischiano di essere incomplete, per dimenticanze o omissioni di alcuni componenti o errori.

4.5. Suggerimenti per una contabilità di tesoreria

Da quanto detto, nei momenti di incertezza la gestione della tesoreria deve diventare, anche per le imprese commerciali ed industriali, una delle normali attività aziendali, con una sua specifica struttura, con un’operatività che deve poter essere sia programmata che verificata a consuntivo. L’analisi dei flussi di cassa a consuntivo è utile per capire le cause (errori evitabili di stima e/o eventi inattesi e imprevedibili) degli eventuali scostamenti rispetto alla previsione, anche per poi affinare nel tempo le modalità di previsione. Si tratta di capire come poter effettuare l’*accounting* di questa attività.

In prima istanza è possibile estrarre dalla contabilità generale, dato un certo periodo di riferimento (mese o trimestre) e un opportuno piano di causali, i movimenti contabili relativi a entrate e uscite di cassa relativi alla gestione caratteristica e ordinaria (per esempio incassi da clienti, esborsi per acquisto di merci, compensi e contributi relativi a lavoro subordinato), quelli relativi alla gestione straordinaria (per esempio incasso da vendita di un immobile strumentale) e quelli relativi alla gestione finanziaria (per esempio incasso da anticipazione ri.ba., *export* o *import*, accensione di un mutuo). Queste operazioni possono essere svolte in automatico pur con alcune avvertenze nell’analisi degli scostamenti sia con consuntivi di anni precedenti sia con i flussi previsionali: un caso tipico possono essere i pagamenti fornitori a fine mese: se l’ultimo giorno del mese è festivo, di prassi la banca addebita l’esborso con data valuta e data contabile del primo giorno feriale del mese successivo; ciò comporta una disomogeneità nei confronti con i flussi di cassa consuntivi registrati nei mesi dell’anno precedente oltre che con quelli previsionali se non rettificati per tener conto di tale aspetto.

Ma un’analisi dei flussi di cassa con un controllo “proattivo” potrebbe richiedere anche di tener conto delle modalità di pagamento dei fornitori,

dei clienti ed in genere di tutti i movimenti di numerario che modificano la posizione monetaria presente e, soprattutto, prospettica dell'impresa⁽²³⁾: attività queste che non hanno necessariamente riscontro nella contabilità generale.

Per ovviare a tale lacuna, tutti i movimenti che comportano la variazione del tempo di regolamento delle entrate-uscite di numerario possono essere registrate secondo la logica della partita doppia, con una registrazione che ne rileva lo spostamento temporale.

A titolo di esempio: per fare fronte ad una tensione finanziaria di breve, il tesoriere propone una trattativa con il fornitore X con lo scopo di fare slittare di ulteriori 60 giorni il pagamento della somma Y dalla data di scadenza contrattuale $t+25$, dove t è la data odierna, in modo da effettuare il pagamento il giorno $t+25+60$.

Nello scadenziario avremo:

tempo in giorni	-	7	14	21	28	35	42	49
	settimana corrente	settimana +1	settimana +2	settimana +3	settimana +4	settimana +5	settimana +6	settimana +7
Incassi da clienti								
totale incassi				42.700		39.040	18.300	
Pagamenti a fornitori per acquisti								
fornitore X		- 109.800						
Pagamenti a fornitori per servizi								
fornitore Z	12.200							
Pagamenti a fornitori per acquisti								
fornitore W				- 86.820				
Pagamenti a fornitori per acquisti								
fornitore R								
Flusso Finanziario della attività operativa								
saldo di periodo	12.200	- 109.800	-	42.700	- 86.820	39.040	18.300	-
Disponibilità liquide ad inizio periodo								
saldo CC iniziale	- 209.340	- 197.140	- 306.940	- 306.940	- 264.240	- 350.860	- 311.820	- 293.520
Disponibilità liquide a fine periodo								
saldo CC finale	- 197.140	- 306.940	- 306.940	- 264.240	- 350.860	- 311.820	- 293.520	- 293.520
flido								
flido	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
extraflido								
extraflido	€ -	- 8.940	- 8.940	€ -	- 50.860	- 11.820	€ -	€ -

Sono state evidenziate in grassetto e in grigio le settimane in extraflido, cioè i momenti finanziariamente critici. Peraltro, si vede chiaramente che la situazione di tesoreria non risulta compromessa, dal momento che gli incassi successivi permetteranno il rientro dello sconfinco. Come detto nei paragrafi precedenti, l'utilizzo di uno strumento di controllo della tesoreria può consentire di trattare con la banca per la gestione di questa momentanea tensione, soprattutto perché è possibile dare precisa

(23) A titolo di esempio, negoziare uno slittamento dei termini di pagamento con un creditore ha un evidente beneficio di breve periodo sull'esposizione finanziaria netta d'impresa, ma al contempo ne peggiora la posizione nel futuro; inoltre, tale attività può essere onerosa in termini di riduzione di sconti concessi o di altre condizioni contrattuali, per non dire del caso in cui si devono pagare interessi di dilazione.

dimostrazione dei flussi futuri e della loro origine, consentendo una precisa valutazione della situazione.

Lo scadenziario fornitori, altresì, consente di compiere riflessioni sulle diverse alternative di soluzione del problema solo temporale: prendiamo il caso del fornitore X che acconsente ad uno slittamento e ad un frazionamento della partita scadente a t+28 giorni.

		tempo in giorni							
		-	7	14	21	28	35	42	49
		settimana corrente	settimana +1	settimana +2	settimana +3	settimana +4	settimana +5	settimana +6	settimana +7
Incessi da clienti	totale incassi				42.700		39.040	18.300	
Pagamenti a fornitori per acquisti	fornitore X		- 109.800						
spostamento	fornitore X		109.800		- 54.900				
								- 54.900	
Pagamenti a fornitori per servizi	fornitore Z	12.200							
Pagamenti a fornitori per acquisti	fornitore W					- 86.620			
Pagamenti a fornitori per acquisti	fornitore R								
Flusso Finanziario della attività operativa	saldo di periodo	12.200	-	-	12.200	- 86.620	39.040	- 36.600	-
Disponibilità liquide ad inizio periodo	saldo CC iniziale	209.340	- 197.140	- 197.140	- 197.140	- 209.340	- 295.960	- 256.820	- 293.520
Disponibilità liquide a fine periodo	saldo CC finale	197.140	- 197.140	- 197.140	- 209.340	- 295.960	- 256.820	- 293.520	- 293.520
	fido	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
	extrafido	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -

Come si vede tal prospetto, l'operazione della seconda riga è una registrazione solo finanziaria: sotto alla uscita della settimana t+28 si registra una entrata di pari importo, tale da annullare il valore del pagamento; e si registrano due uscite, nella settimana t+42 e t+63, il cui valore totale è pari alla uscita stornata dalla data t+28. Abbiamo perciò una registrazione solo finanziaria ed il totale pari a zero della riga lo dimostra, ma con effetti sul saldo dell'impresa, che non esce più dai limiti di fido.

L'operazione si può scrivere in questo formato:

- fornitore X t+28 +109.800 dilazione
- fornitore X t+42 -54.900 dilazione 1 giorni 14 valore economico 147,40
- fornitore X t+63 -54.900 dilazione 2 giorni 35 valore economico 368,51
- totale 0 valore economico 515,91

dove il totale zero dimostra che non vi è stata alcuna modifica della posizione debitoria: la situazione finanziaria è cambiata perché le registrazioni mostrano due dilazioni, e il valore economico in termini di minori oneri finanziari (al tasso ipotizzato del 7%) ne ricorda il teorico ricavo-opportunità che è stato ricavato dalla attività di rinegoziazione: dove ovviamente il maggior vantaggio per l'impresa è nell'aver evitato lo sconfinamento dal limite di tesoreria.

E' chiaro che se tale spostamento resta occasionale, occorre tenerne conto in sede di analisi degli scostamenti nell'anno successivo.

La novità di questo approccio, rispetto alla una contabilità in partita doppia, risiede nel fatto che il dare e l'avere non cadono nel medesimo istante, bensì in momenti temporali differenti. Come visto nell'esempio di cui sopra, il debito verso il fornitore viene stornato dal giorno $t+28$ e iscritto parte nel giorno $t+42$ e parte nel giorno $t+63$. Ciò permette di parlare del futuro con lo stesso linguaggio contabile utilizzato per rilevare e registrare gli accadimenti e i fatti della gestione aziendale, introducendo gli elementi della pianificazione e della previsione direttamente nel sistema della contabilità generale.

La registrazione redatta in questa forma può essere inserita in un software che opportunamente ne tiene memoria, e che automaticamente ne inserisce gli effetti nello scadenziario per verificarne gli effetti sui saldi.

Naturalmente per le aziende più piccole e con minori movimentazioni è possibile ottenere risultati analoghi utilizzando fogli elettronici appositamente predisposti, come già detto, e compiere queste operazioni di 'registrazione finanziaria' direttamente nel foglio elettronico.

Con questo metodo possiamo quindi verificare la gestione della tesoreria con specifica attenzione agli aspetti temporali, e tenere traccia di tutte quelle variazioni che altrimenti con il semplice ritardo nella registrazione dell'uscita, mancano di una puntuale registrazione e quindi di una loro ricostruzione *ex post*.

4.6. Considerazioni di sintesi e possibili linee guida

Le previsioni di tesoreria sono uno strumento potente a disposizione di chi gestisce i flussi finanziari: a prescindere dalle situazioni di difficoltà a cui abbiamo fatto cenno, è uno strumento necessario anche quando la situazione è positiva, perché permette al tesoriere di allocare con la massima efficienza i saldi bancari tra i vari istituti di credito, utilizzando i fidi senza rischiare scoperti e minimizzando gli oneri finanziari tramite la scelta delle banche meno costose.

Qui abbiamo suggerito un approccio da adottare anche in aziende di piccola dimensione, tra cui la gestione 'per gruppi' dello scadenziario e l'impiego dei dati storici di **media** e **moda** per il calcolo dei ritardi attesi, e due implementazioni innovative rispetto alle usuali metodiche previsionali, la gestione del fattore tempo e del fattore rischio di previsione: due implementazioni da introdurre soprattutto laddove la

gestione e il controllo della tesoreria costituiscono delle criticità rilevanti per la conduzione dell'impresa.

Infine alcuni consigli che possono diventare una traccia per linee guida per l'azienda:

- Prendere l'abitudine di realizzare previsioni di tesoreria anche quando non se ne avverte l'immediata esigenza:
 - Così facendo ci si struttura per i periodi di turbolenza.
 - E non è detto che proprio la mancata realizzazione della previsione nasconda un problema finanziario nel prossimo futuro.
- Utilizzare un metodo costante nel tempo per la previsione finanziaria.
- Realizzare previsioni di ampiezza pari al tempo necessario per gestire eventuali scoperti
- Gestire anche gli elementi 'incerti' con un sistema chiaro ed esplicito e condiviso all'interno della organizzazione aziendale.

5. COPERTURE DEI RISCHI DI INTERESSE, CAMBIO E MATERIE PRIME^(*)

Per quanto riguarda le considerazioni su come gestire i rischi finanziari in generale, su come costruire una corretta politica aziendale, in particolare su come affrontare le politiche di copertura senza cadere in operazioni speculative, si rimanda al capitolo 2, dove abbiamo – nelle considerazioni conclusive - anche proposto dei suggerimenti pratici sulle cose da fare e su quelle da non fare; suggerimenti utili anche per le specifiche tematiche di copertura qui di seguito esaminate.

Entriamo qui più nello specifico delle tecniche di coperture dal rischio di interesse e dal rischio di tasso di cambio, forme di copertura che interessano un gran numero di imprese; le considerazioni fatte per il tasso di cambio si possono estendere quasi interamente al rischio di materia prima.

5.1. Strumenti di copertura dei rischi sui tassi di interesse

5.1.1. Contratti a termine

Anche per i tassi d'interesse, come per qualsiasi altro bene, esistono quotazioni a pronti (spot) e a termine (forward). E' dalla curva dei tassi che è possibile rilevare le quotazioni spot per diverse scadenze, ad esempio $T_0 = \text{oggi}$, $T_1 = 6 \text{ mesi}$ e $T_2 = 1 \text{ anno}$. Pertanto una quotazione spot sarà il tasso che avrà come data iniziale il valore T_0 e finale T_1 o T_2 , mentre la quotazione *forward* sarà quella che avrà come data iniziale T_1 e finale T_2 .

(*) A cura di Cesare Luigi Spezia, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e di Pietro Bottani, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

E' possibile calcolare il tasso *forward* seguendo un esempio:

Un cliente sapendo che avrà necessità di un finanziamento fra tre mesi per tre mesi, per 1 milione di Euro, chiede alla banca di quotargli un tasso *forward* fra tre mesi per la durata di tre mesi. La banca raccoglie sul mercato oggi stesso i capitali e dovrà remunerarli per 6 mesi. La Banca li investirà in due fasi distinte, la prima al tasso spot per tre mesi, sul mercato, la seconda alla scadenza dei tre mesi con il cliente che li ha richiesti, addebitandogli il tasso *forward* che potrà quotare oggi, calcolandolo sui dati riportati in tabella 1.

Tabella 1

Tempo	T0	T1 = T0 + 90	T2 = T1 + 90
Raccolta	1.000.000		
Tasso raccolta	0,50%		
Interessi			2.500
Tasso impieghi	0,75%		
Interessi		1.875	

La banca dovrà recuperare il costo della sua operazione pari a 2.500 Euro, pertanto:

$$2.500 = 1.875 + 1.875 * if \cdot 90 / 360 + 1.000.000 * if * 90 / 360$$

da cui ricaviamo

if = tasso forward base fra 3 mesi per 3 mesi

$$if = ((2500 - 1.875) / 90 / 360 * (1.000.000 + 1.875)) = 0,25\%$$

Il tasso calcolato esprime un livello di equilibrio; ovviamente la banca dovrà aumentarlo di uno spread, in modo da avere il proprio guadagno. Nell'ipotesi è stato considerato che anche gli interessi maturati sul primo investimento siano reinvestiti al tasso *forward*: ciò è stato supposto per semplicità di calcolo, ma nella realtà non accade.

E' doveroso precisare che il tipico contratto su un tasso d'interesse a termine non comporta la consegna effettiva di un deposito bensì un semplice regolamento per differenziale che tenga conto dell'andamento dei tassi d'interesse.

In generale possiamo distinguere tra contratti scambiati fuori borsa,

facenti parte della famiglia degli swap di tasso e contratti quotati in borsa rientranti nella famiglia dei *futures* su tassi d'interesse.

5.1.2. Interest Rate Swap (IRS)

Il contratto di *Interest Rate Swap* è descritto dalla Banca d'Italia come il contratto derivato con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a date prestabilite importi determinati in base al differenziale di tassi di interesse diversi.

In pratica possiamo definire l'IRS come uno scambio di importi indicizzati a tassi d'interesse in cui due soggetti decidono di scambiarsi pagamenti basati su due differenti metodi di calcolo, entrambi calcolati con riferimento ad un capitale nominale pattuito.

Tale capitale non viene mai regolato, ma utilizzato solamente per il computo degli interessi, definendolo appunto nozionale in contrapposizione a quello effettivo che viene invece scambiato nelle operazioni di cassa.

Le caratteristiche contrattuali degli IRS presentano molte varianti, in quanto trattasi di un accordo concluso liberamente tra le parti, senza la presenza di una borsa di scambio e pertanto senza una standardizzazione negoziale che è invece uno degli elementi portanti del *future*.

La forma classica dell' IRS si definisce *plain vanilla* e prevede il regolamento di tasso fisso contro tasso variabile, calcolati su un capitale nozionale fisso per tutto il periodo.

Supponiamo di avere le società Alfa e Beta caratterizzate da due differenti livelli di rating e pertanto capaci di raccogliere capitali sul mercato a tassi diversi. Il mercato per le due società quota i seguenti valori per tassi fissi e variabili:

Società	ALFA	BETA
Tasso fisso	1,50%	2%
Tasso variabile	Euribor + 0,25%	Euribor + 0,50%

Evidentemente la società Beta ha un rating inferiore alla società Alfa. Supponiamo che la società Alfa abbia scelto in un primo momento il tasso fisso, ma a seguito di mutamenti dello scenario economico preferisca modificare la sua esposizione da fissa a variabile. Ammettiamo poi che la società Beta abbia fatto scelte e considerazioni opposte. Pertanto le due società si finanziano ai seguenti tassi:

Società	ALFA	BETA
Tasso	1,50%	Euribor + 0,50%

Le due società decidono di entrare in un accordo di swap prevedendo che Alfa incassi da Beta un tasso fisso del 1,5% e che paghi in cambio a Beta un tasso variabile pari a Euribor + 0,10%. Il risultato, tenendo conto dei segni legati ai costi ed ai ricavi sarà il seguente:

Società	ALFA	BETA
Tasso in essere	1,50%	Euribor + 0,50%
Tasso in essere	1,50%	Euribor + 0,50%
Tasso uscita	Euribor + 0,10%	1,50%
Posizione netta	Euribor + 0,10%	1,90%

Entrambe le società hanno migliorato la loro posizione finanziaria, tramite una riduzione di costo con una tipologia di indebitamento fisso-variabile desiderato.

5.1.3. Forward Rate Agreement (FRA)

La Banca d'Italia definisce il *Forward Rate Agreement* come un contratto derivato con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere ad una data prestabilita un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento.

Il contratto FRA è caratterizzato da quattro date principali:

1. data contrattuale
2. data fixing
3. data di regolamento
4. data di scadenza

L'operazione avviene con la seguente modalità: alla data contrattuale una parte si impegna, nei confronti della controparte a pagare per il periodo contrattuale, che va dalla data di regolamento a quella di scadenza, il tasso d'interesse stabilito, indicato con “*tf*”, e ricevere dalla medesima controparte il tasso d'interesse, indicato con “*tr*”, prestabilito alla data del fixing. Il contratto è definito di tipo differenziale in quanto il regolamento dei due tassi è determinato da un saldo netto dato dalla differenza dei valori di “*tf*” e “*tr*”, misurato alle diverse date di rilevazione e regolamento.

5.1.4. I contratti di opzione: concetti introduttivi

L'opzione è un contratto che consente ad un soggetto la facoltà di poter vendere (acquistare) ad un altro soggetto, che si impegna ad acquistare (vendere), ad una data prestabilita un bene specifico ad un prezzo prestabilito (*strike price*). Possiamo pertanto individuare due soggetti con diritti ed obblighi diversi: il venditore, che incassa il premio e si impegna irrevocabilmente ad acquistare o vendere il bene oggetto del contratto, e l'acquirente, che paga il premio e si riserva la facoltà di esercitare alla data stabilita il proprio diritto di acquisto o di vendita del bene stesso.

Esistono due forme tipiche di opzioni: la *call option* e la *put option*. La prima garantisce all'acquirente dell'opzione la facoltà di acquistare il bene, la seconda di venderlo.

La caratteristica più evidente del contratto di opzione è che l'acquirente ha la facoltà di esercitare il proprio diritto che sia una call o una put, il venditore ha l'obbligo dell'adempimento a semplice richiesta della controparte.

5.1.5. Cap, Floor e Collar

Con termine Cap (corrispondente del Call) si identifica un accordo sulla base del quale il compratore riceverà dal venditore la differenza, solo se positiva, fra il tasso d'interesse corrente, rilevato al momento, e quello fisso che corrisponde al livello di Cap assunto come strike rate. Utilizzando un Cap si vuole attuare una strategia rivolta a fissare un limite massimo ad un costo o ad una perdita.

Mentre il termine Floor indica un accordo sulla base del quale il compratore ha il diritto di incassare la differenza, solo se positiva, fra il tasso di strike dell'opzione e quello corrente, rilevato al momento della scadenza contrattuale. Tramite un Floor si vuole porre in essere un limite minimo di utile o rendimento.

In entrambi i casi se l'importo determinato in fase di esercizio è negativo o nullo, l'opzione non viene perfezionata. L'esercizio dell'opzione può essere manifestato solo alle date di scadenza. Il profilo di cassa positivo dell'opzione al momento di esercizio sarà massimo per l'acquirente quando il tasso corrente (variabile) sarà maggiore dello strike rate, nel caso del Cap, all'opposto nel caso del Floor.

L'acquisto di un Cap e la simultanea vendita di un Floor determina un profilo di rischio al quale è stato dato il nome di Collar.

Di fatto quando il tasso variabile è superiore allo strike rate del Cap, il cliente incassa la differenza fra il valore dei tassi, mentre quando il tasso variabile è inferiore allo strike rate del Floor il cliente paga la differenza dei tassi. Nel caso in cui il tasso variabile si colloca all'interno del corridoio determinato dai due strike rate Floor e Cap, nessuna delle due opzioni si attiva.

5.2. Strumenti di copertura dei rischi sui tassi di cambio (e materie prime)

5.2.1. Contratti a termine

Gli scambi a termine nascono per rispondere alle necessità imposte da un sistema in cui il valore corrente di una determinata attività varia nel tempo.

La fase principale della negoziazione a termine è la determinazione a pronti delle condizioni alle quali avverrà la compravendita, cioè il prezzo di regolamento; da qui la contrapposizione fra quotazione corrente *Spot*, a pronti, e quotazione corrente *Forward*, a termine.

L'approccio generico alla valutazione di uno strumento finanziario consiste nella determinazione del prezzo d'equilibrio, inteso come quel valore che evita qualsiasi possibilità di profitto senza rischio; infatti, se tale condizione non fosse verificata, qualsiasi operatore finanziario potrebbe avvantaggiarsi di questa opportunità effettuando operazioni di acquisto e di vendita dell'attività finanziaria fino al raggiungimento della condizione di equilibrio. Pertanto il prezzo di equilibrio viene determinato aprioristicamente, in funzione del prezzo a pronti.

La formazione del prezzo a termine segue la regola della *Interest Rate Parity*, che si fonda sul concetto di indifferenza fra l'esecuzione di un termine e, in alternativa, delle operazioni a pronti equivalenti.

Un esempio servirà a chiarire il concetto.

Supponiamo che un cliente chieda ad una banca di poter acquistare a termine pari a tre mesi un determinato importo espresso in dollari; la banca accetta la richiesta del cliente e si impegna a consegnare l'importo alla scadenza.

La banca avrà la necessità di coprire tale uscita futura di cassa tramite l'acquisto a pronti di una somma che investita, generi un montante pari all'importo dovuto al cliente a termine. L'acquisto della banca viene finanziato in Euro.

Ipotizziamo di avere le seguenti condizioni di mercato:

- Cambio spot Euro/USD = 1,0929
- Tasso Dollaro 3 mesi = 0,603
- Tasso Euro 3 mesi = -0,131

L'importo da quotare a termine è 1.000.000,00 di dollari.

La banca acquista a pronti, contro Euro, un importo di dollari che opportunamente investito, garantisca dopo 3 mesi un montante pari ad un milione, pertanto:

$$X + X \cdot (i^{*gg} / 36000) = 1.000.000,00$$

da cui $X = 1.000.000,00 / (1 + (i^{*gg} / 36000))$

dove

X è la somma da prendere in prestito per ottenere alla scadenza l'importo desiderato.

Pertanto nel nostro caso abbiamo:

$$1.000.000,00 / (1 + (0,603 \cdot 90 / 36000)) = 998.494,77 \text{ USD}$$

L'importo sopra individuato ovviamente se investito per 3 mesi al tasso dello 0,603% darà un montante pari ad un milione di dollari.

L'acquisto di 998.494,77 dollari viene finanziato dalla banca, mediante un deposito passivo di $998.494,77 / 1,0929 = 913.619,52$ Euro.

Su tale finanziamento maturano interessi, calcolati al tasso dell'Euro del -0,131%.

Pertanto calcoliamo adesso il profilo di flussi di cassa della banca a pronti e a termine:

- deposito attivo dollari	pronti	998.494,77
	termine	1.000.000,00
- finanziamento passivo Euro	pronti	913.619,52
	termine	913.320,31

La banca dovendo rendere a termine la somma di Euro 913.320,31 per 1.000.000,00 di dollari, chiederà al cliente il rimborso di tale importo. Il tasso di cambio, che rappresenta la quotazione a termine d'indifferenza del cambio Euro/USD, viene determinato dal rapporto $1.000.000,00 / 913.320,31$ ed è pari a 1,0949. La formula di calcolo può essere così sintetizzata:

$$Pt = Pp \cdot ((1 + (test^{*gg} / div)) / (1 + (tnaz^{*gg} / div)))$$

Dove abbiamo indicato con:

P_t = il cambio a termine

P_p = il cambio a pronti

gg = durata in giorni effettivi dell'operazione

$test$ = tasso interesse per l'investimento della divisa estera

$tnaz$ = tasso interesse di finanziamento della divisa nazionale

div = divisore

La differenza tra P_t e P_p è funzione dei due tassi d'interesse della divisa nazionale e della divisa estera. Se tale differenza è positiva si chiama premio; nel caso sia negativa si definisce sconto. Ricordiamo che il divisore solitamente è pari a quello commerciale, ossia 360 e solo in alcuni casi a quello civile, ossia 365.

Il premio o lo sconto possono essere definiti anche con la seguente formula:

$$premio = P_p * (((test - tnaz) * gg) / (div * 100)).$$

5.2.2. Contratti *Future*

Un contratto finanziario *future* è un accordo, stabilito oggi, per comperare o vendere un bene, in corrispondenza di una data futura, pagando (o incassando) un prezzo prestabilito.

Chiaramente, se un operatore decide di acquistare “a termine” il bene oggetto dello scambio, deve trovare un altro operatore che sia disposto a vendere “a termine” lo stesso bene. Inoltre, tra i due operatori deve esserci pieno accordo sul prezzo da pagare (da ricevere) in cambio del bene.

L'operatore che ha deciso di acquistare il bene assume una posizione lunga (long position = acquisto), mentre l'operatore che ha deciso di vendere il bene si trova in posizione corta (short position = vendita). Il prezzo concordato dai due operatori è detto prezzo *future* (a termine).

Un'importante classificazione prevede di distinguere i contratti *future* su merci (*commodity future*) da quelli su attività finanziarie (*financial future*).

I contratti *future* sono caratterizzati dal fenomeno della leva finanziaria, in quanto per il loro acquisto o vendita è necessario impegnare solo una frazione del loro valore nominale, sul quale vengono calcolati i profitti e le perdite. Infatti, contrariamente ai contratti a termine, i *future* generano flussi positivi e negativi che devono essere accreditati o addebitati giornalmente agli investitori ed è a tale scopo che viene richiesto

all'investitore un deposito per poter aprire una posizione sul mercato. Tale deposito, che deve essere in forma facilmente liquidabile a garanzia delle eventuali oscillazioni di prezzo dell'investimento, sarà una percentuale del valore nominale dei contratti future che rimangono in posizione al cliente a fine giornata.

Per una maggior garanzia degli operatori del mercato tali strumenti vengono trattati su mercati regolamentati e la loro negoziazione è garantita da una Clearing House, che è il luogo in cui i soggetti, solitamente rappresentati dalle banche o dai altri operatori di borsa, con opposte posizioni creditorie e debitorie si occupano della chiusura delle stesse.

5.2.3. Contratti *future* su valute estere

La negoziazione di contratti *future* prevede l'applicazione di regole precise circa l'ammontare minimo e massimo negoziabile, la variazione minima di prezzo, i mesi di consegna delle valute e le date valuta all'interno del mese considerato alle quali poter effettuare le operazioni. Una tale rigidità rende l'utilizzo di un tale strumento assai più difficile per un tesoriere, che deve preoccuparsi di coprire spesso dei flussi finanziari assai frammentati. La possibilità di aggregare tali flussi in diversi periodi dell'anno è la condizione minima per l'utilizzo di tale strumento di copertura.

Il *future* è il prezzo a termine della divisa oggetto del contratto, nel nostro esempio il Dollaro americano; cerchiamo di seguito di calcolarne il valore. Supponiamo che il cambio a pronti Euro/USD sia pari a 1,0929 ed i tassi d'interesse alla scadenza prevista, supponiamo dopo 3 mesi siano rispettivamente pari per l'Euro a -0,131% e per l'USD a 0,6031%.

In base alla formula della quotazione a termine del cambio Euro/USD a tre mesi possiamo definire il cambio a termine pari a

$$1,0929 * (1 + ((0,6031 - (-0,131)) * 90 / 36000)) = 1,0949$$

La quotazione *future* USD a tre mesi sarà il reciproco di quella a termine alla scadenza scelta:

$$1 / 1,0949 = 0,9133$$

Nel linguaggio operativo si dirà 91,33. Ipotizzando una variazione minima di prezzo di 0,01 pari a 10 USD possiamo dire che la salita del

future da 91,33 a 91,35 è un aumento di 2 *tick* (variazione minima) e vale $10 \cdot 2 = 20$ USD.

5.2.4. DCS (*Domestic Currency Swap*)

Il DCS è definito dalla Banca d'Italia come “il contratto derivato con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a una data prestabilita un importo determinato in base al differenziale del tasso di cambio contrattuale e di quello corrente alla data di scadenza dell'operazione”.

Volendo semplificare, il DCS è un accordo tramite il quale due parti si scambiano un determinato importo denominato in valuta ad una data iniziale, con la promessa di riscambiarsi ad una data futura lo stesso importo in uguale valuta.

In sostanza due controparti si accordano per effettuare uno scambio, che è l'oggetto del contratto.

In particolare, definiti:

$V_c =$ Valore del contratto

$C_t =$ Cambio al tempo t ($t =$ data iniziale). Tale valore rappresenta il cambio contrattuale e viene calcolato con il sistema noto del cambio a termine.

$C_{t+1} =$ Cambio al tempo $t+1$ ($t+1 =$ data di scadenza)

$V_i =$ Valore iniziale ($V_i = V_r \cdot C_t$)

$V_f =$ Valore finale ($V_f = V_r \cdot C_{t+1}$)

Alla scadenza se si verifica la condizione che $C_{t+1} > C_t$ allora l'acquirente riceve un flusso di cassa dal venditore pari a $V_f - V_i$, se $C_{t+1} < C_t$ l'acquirente paga al venditore un importo pari a $V_f - V_i$.

Confronto tra il *Domestic Currency Swap* ed i contratti a termine

La principale differenza che esiste tra un DCS ed un contratto a termine, è che nel primo non è possibile delineare un preciso profilo dei flussi di cassa che si genereranno alla scadenza. Infatti, mentre in un contratto a termine esiste alla scadenza un trasferimento di denaro da una parte all'altra per importi prefissati e cambi noti, nel contratto del DCS fino alla data di scadenza non è possibile conoscere quale sia la parte che dovrà pagare e quella che potrà incassare, né tantomeno se correrà scambio di denaro, poichè se il cambio *spot* risulta uguale a quello contrattuale nessun pagamento avrà luogo.

5.2.5. I contratti di opzione

Come già detto l'opzione è un contratto che consente ad un soggetto la facoltà di poter vendere (acquistare) ad un altro soggetto, che si

impegna ad acquistare (vendere), ad una data prestabilita un bene specifico.

La negoziazione delle opzioni impone una corretta comprensione degli elementi contrattuali, che indichiamo di seguito:

1. **Bene oggetto del contratto di opzione.** Essendo il contratto di opzione legato al diritto di acquistare o vendere un certo bene, è opportuno che all'interno del contratto il bene sia individuato correttamente, sia che si tratti di una divisa, che di un bene materiale.

2. **Il prezzo a cui si può esercitare l'opzione.** Contrariamente a quanto avviene per i contratti a termine, dove per ogni scadenza esiste un prezzo definito, per le opzioni, definita una data scadenza, esistono diversi prezzi di esercizio (*strike price*). Il livello dello *strike price* dipende dal premio che è disposto a pagare l'acquirente.

3. **Le modalità di esercizio.** Con il termine esercizio dell'opzione, si intende il perfezionamento del contratto. L'acquirente se alla data pattuita reputa conveniente ritirare o consegnare il bene oggetto del contratto, al prezzo convenuto, si dice che esercita l'opzione. Vi sono due categorie di opzioni. La prima si definisce di tipo europeo ed identifica un contratto d'opzione che può essere esercitato solo alla data stabilita. La seconda si chiama di tipo americano e conferisce all'acquirente il diritto di esercitare l'opzione in qualsiasi giornata lavorativa prima della scadenza contrattuale.

4. **La scadenza.** E' la data alla quale si può esercitare il diritto, nel caso europeo, o entro la quale si può esercitare l'opzione, nel caso americano. Decorso tale termine senza che niente sia avvenuto, il contratto si risolve automaticamente. La volontà di esercitare il diritto deve essere manifestata in maniera esplicita. La data di scadenza non coincide con la data di regolamento la quale è sempre successiva alla prima, in quanto rappresenta il momento in cui effettivamente avviene lo scambio per valuta dei beni oggetto del contratto.

5. **Il premio.** Il premio rappresenta il prezzo che l'acquirente dell'opzione deve versare al venditore. Esso viene regolato a pronti, indipendentemente dalla scadenza del diritto d'opzione. Il valore del premio varia in funzione della scadenza e dello *strike price* scelto. Un primo elemento che influisce sul prezzo è rappresentato dalla tipologia di opzione. Infatti in funzione del prezzo le opzioni vengono definite nel seguente modo:

- a. *at the money*: se il prezzo di esercizio è pari al prezzo corrente quotato dal mercato;
- b. *in the money*: se il prezzo di esercizio è inferiore (*put*) o superiore (*call*) a quello corrente;

c. *out of the money*: se il prezzo di esercizio è inferiore (*call*) o superiore (*put*) a quello corrente;

Il prezzo corrente può essere rappresentato da quello spot o da quello a termine. Per le opzioni europee esercitabili solo alla data di scadenza il prezzo di riferimento dovrebbe essere quello a termine. La distinzione oltre che terminologica, si traduce in differenze di prezzo, dal momento che il valore del premio cresce se l'opzione è in *the money* e decresce se è *out of the money*. Volendo semplificare possiamo riferirci per la valutazione del prezzo alla tabella successiva.

Strike Price	CALL	PUT
< prezzo corrente	Meno caro (<i>out of the money</i>)	Più caro (<i>in the money</i>)
= prezzo corrente	(<i>at the money</i>)	<i>at the money</i>
> prezzo corrente	Euribor + 0,10%	1,50%
Posizione netta	Più caro (<i>in the money</i>)	Meno caro (<i>out of the money</i>)

L'altro elemento che influisce sul prezzo è rappresentato dalla durata del contratto di opzione; infatti a parità di condizioni l'acquirente paga un prezzo maggiore per scadenze più lunghe.

Pertanto l'operatore, che dovrà coprire un rischio con un contratto d'opzione, dovrà avere ben chiara la scadenza ed il livello di prezzo che può pagare, ovvero il *break even point* della sua operazione. Chi è avverso al rischio acquisterà con un prezzo *at the money*, al contrario di chi è disposto ad accettare una certa dose di rischio che acquisterà *out of the money*, dove pagherà meno, ma avrà meno possibilità di esercitare il suo diritto, fino ad arrivare all'operatore aggressivo che acquisterà dei contratti *in the money*, più cari, ma che offrono la possibilità di guadagni maggiori. In un'ottica di copertura probabilmente è più saggio correre il minor rischio possibile, altrimenti si incorre nella probabilità di vanificare completamente l'intento che ci si era proposti, appunto quello di coprirsi da un rischio.

6. **Le modalità di regolamento.** Due sono le modalità adottate:

a. **negoziazione del bene opzionato**: alla scadenza l'acquirente del contratto ritira o consegna il bene opzionato pagando o incassando il controvalore definito;

b. **regolamento per differenziale**: il compratore di *call* incassa la differenza, se positiva, fra la quotazione del bene opzionato alla data di

esercizio e la quotazione contrattuale, *strike price*. L'opposto avviene per il compratore di *put*, che incasserà la differenza, se positiva, fra lo *strike price* e la quotazione corrente. Ovviamente il differenziale può essere solo positivo per l'acquirente, che altrimenti non esercita l'opzione, e negativo per il venditore.

5.2.6. Considerazioni finali sugli strumenti derivati per la copertura del rischio cambio

L'analisi dei principali strumenti finanziari per la copertura del rischio di cambio e delle loro caratteristiche intrinseche ha messo in evidenza l'impossibilità di creare una graduatoria "di bontà" o di validità degli stessi.

La convenienza all'utilizzo di uno strumento piuttosto che un altro dipende dal tipo di operazione commerciale o dalla situazione effettiva del mercato valutario in cui l'azienda si trova di volta in volta ad operare. Vi sono strumenti rigidi e vincolanti per le parti, ma in grado di mitigare maggiormente il rischio di perdita rispetto a quelli che pur dotati di maggior flessibilità, lasciano però una area d'incertezza e di rischio più ampia.

6. IL CASH POOLING^(*)

6.1. Definizione, ambiti di applicazione, forme, disciplina contabile e aspetti fiscali

6.1.1. Definizione e ambiti di applicazione

Il *cash pooling* è una tecnica di gestione finanziaria che consiste nel riunire in un'unica posizione i saldi creditori e debitori di più conti correnti bancari relativi all'azienda o al gruppo, creando un *pool* di conti correnti. Le considerazioni alla base di tale tecnica risiedono nel fatto che il tasso di interesse applicato dalle banche sui conti correnti che presentano un saldo a debito dell'azienda è sostanzialmente più elevato rispetto al tasso applicato sui conti correnti che presentano un saldo a credito dell'azienda. L'interesse corrisposto dalla società alla banca sul *pool* di conti correnti risulterà inferiore rispetto alla somma algebrica degli interessi pagati dalle società di un gruppo sui conti correnti passivi al netto degli interessi ricevuti sui conti correnti attivi. Inoltre, ciò può comportare anche una riduzione dell'ammontare degli affidamenti necessari e una riduzione dell'ammontare delle commissioni di disponibilità fondi e degli interessi passivi oltre fido, dal momento che riduce l'indebitamento complessivo dell'azienda e ne livella i picchi.

Questa pratica può essere utilizzata non solo nel caso in cui l'azienda disponga di conti correnti con saldo attivo e conti correnti con saldo passivo, ma anche nel caso in cui tutti i conti siano "in rosso", dal momento che contiene il rischio di sconfinamento su un singolo conto quando vi siano pagamenti periodici che vengono addebitati su uno specifico conto corrente (es. rate mutui o finanziamenti, retribuzioni).

(*) A cura di Riccardo Sclavi, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e di Giuliano Soldi, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

Per le aziende che operano con clienti di grandi dimensioni che gestiscono le anagrafiche fornitori in modo strutturato (es. sistema gestionale SAP), il *cash pooling* permette inoltre di comunicare ai clienti le coordinate di un unico conto corrente sul quale far confluire tutti gli incassi, appoggiando i pagamenti anche su conti correnti differenti. Analoga e simmetrica considerazione vale per le aziende che hanno un'articolazione territoriale ed incassi effettuati direttamente dalle filiali, che hanno necessità di effettuare i versamenti presso sportelli bancari sparsi sul territorio (es. distribuzione di prodotti alimentari, con incassi riscossi dagli autisti al momento della consegna della merce): in tali situazioni i conti correnti "periferici" presentano tendenzialmente saldi attivi dal momento che vi confluiscano i versamenti degli incassi, mentre le uscite si verificano sostanzialmente solo sui conti correnti della sede.

Il *cash pooling* può riguardare i conti correnti intestati ad un'unica azienda, sia sulla stessa banca che su banche differenti, oppure i conti correnti facenti capo ad un gruppo di società. Nel caso di *cash pooling* a livello di gruppo, l'operazione non costituisce "raccolta di risparmio tra il pubblico" e non è sottoposta né agli obblighi di riserva obbligatoria né alla comunicazione alle autorità monetarie ai sensi del D.Lgs. 385/1993.

6.1.2. Forme di *cash pooling*

Nella prassi gestionale esistono due forme di *cash pooling*: il *Cash Pooling* Nozionale e lo *Zero Balance Cash Pooling* (o *Cash Concentration*).

Il *cash pooling* nozionale, tipico della prassi anglosassone, comporta il calcolo quotidiano della posizione finanziaria netta, tramite somma algebrica dei saldi di tutti conti correnti inseriti nel *pool*, e utilizzo di tale saldo come montante per il calcolo degli interessi.

Lo *zero balance cash pooling*, al contrario, prevede l'effettiva movimentazione del denaro sul conto corrente principale del *pool* per cui, a fine giornata, tutti i conti correnti del *pool*, ad eccezione di quello principale, presentano saldo zero⁽²⁴⁾, tramite una serie di bonifici automatici che provvedono a fare confluire i saldi attivi sul conto corrente

(24) In realtà, ciò non avviene sempre: poichè l'azzeramento dei saldi dei conti del *pool* viene effettuato per il calcolo degli interessi, l'azzeramento opera sui saldi per valuta e non su quelli contabili, per cui in bilancio possono risultare aperti altri conti correnti oltre a quello principale.

principale e a coprire i saldi passivi trasferendo denaro dal conto principale.

Un'ultima forma di *cash pooling* è quella che viene definita nella prassi anglosassone *account sweeping cash pooling* e che prevede l'intervento del gestore della tesoreria per livellare i saldi dei conti correnti attivi e passivi disponendo bonifici tra i vari conti aziendali in modo simile a quanto viene svolto automaticamente dai software di *zero balance cash pooling*. Anticipando una considerazione che verrà approfondita nel seguito, questa forma di *cash pooling* risulta meno efficiente rispetto alle altre, dal momento che l'azzeramento dei saldi non è mai completo, ma permette di ridurre notevolmente il costo del servizio, non dovendo pagare alle banche altro che le commissioni sui bonifici.

6.1.3. Disciplina contabile

Il *cash pooling* è affrontato ai paragrafi 18 e 19 del principio contabile OIC 14 relativo alle disponibilità liquide, che prevedono:

§18. In alcuni gruppi di società la gestione della tesoreria è accentrata per ottimizzare l'uso delle risorse finanziarie. In tali circostanze, un unico soggetto giuridico (in genere la società capogruppo o una società finanziaria del gruppo) gestisce la liquidità per conto delle altre società del gruppo, tramite un conto corrente comune (o “*pool account*”) sul quale sono riversate le disponibilità liquide di ciascuna società aderente al *cash pooling*.

§19. Nel bilancio delle singole società partecipanti al *cash pooling*, la liquidità versata nel conto corrente comune (o “*pool account*”) rappresenta un credito verso la società che amministra il *cash pooling* stesso, mentre i prelevamenti dal conto corrente comune costituiscono un debito verso il medesimo soggetto. I suddetti crediti e debiti verso la società gestrice del *cash pooling*, a seconda del rapporto intercorrente tra la società partecipante e la società gestrice, sono classificati secondo le modalità previste dagli OIC 15 “**Crediti**” e OIC 19 “**Debiti**”. Nel bilancio della società gestrice del *cash pooling*, tali crediti e debiti sono classificati simmetricamente alla classificazione operata dalla società partecipante al *pooling*.

Come si vede, il principio OIC si concentra esclusivamente sul *cash pooling* di gruppo mentre non vi sono considerazioni né sul *cash pooling* tra i vari conti della singola azienda né sulle tre differenti metodologie di *cash pooling* che abbiamo visto prima.

Sotto il primo aspetto, ai fini della rappresentazione nel bilancio civilistico, i conti della singola azienda appartenenti al *pool* devono essere trattati come un unico conto corrente (ricordiamo che i saldi contabili

diversi da zero sono conseguenza del fatto che l'azzeramento dei conti avviene sui saldi per valuta) per cui, se il conto corrente principale chiude nella voce del passivo "Debiti verso banche", anche gli altri conti del *pool*, sia attivi che passivi, confluiranno nella medesima posta.

Sotto il secondo aspetto, il *cash pooling* nozionale non appare pienamente compatibile con i principi contabili italiani dal momento che il saldo dei conti facenti parte del *pool* non viene a coincidere i movimenti in entrata e in uscita dei singoli conti correnti⁽²⁵⁾, in quanto non vi è il movimento di azzeramento giornaliero del saldo.

6.1.4. Aspetti fiscali

Se, quando tutti i conti correnti rientranti nel *pool*, appartengono alla medesima azienda, non vi sono particolari problemi, si presentano invece sostanziali complessità quando il *cash pooling* avviene a livello di gruppo, dal momento che le singole società iscrivono in bilancio crediti o debiti verso la capogruppo (o la società che gestisce la tesoreria di gruppo) in relazione al movimento giornaliero di azzeramento.

Nel caso di *zero balance cash pooling* i rapporti tra capogruppo e singole società, pur se rientranti in senso lato nella definizione civilistica di "conto corrente", generano un rapporto di conto corrente non bancario, sul quale devono essere calcolati gli interessi a credito o a debito delle società del gruppo. Tali interessi sono esclusi dall'art. 96 del TUIR⁽²⁶⁾.

Nel caso di *cash pooling* nozionale tra differenti società del gruppo, invece, gli interessi sono rilevanti ai fini dell'art. 96 del TUIR⁽²⁷⁾.

6.2. *Cash pooling*: l'impatto positivo sulla situazione finanziaria del gruppo e nei rapporti con gli *stakeholder*

6.2.1. I riflessi positivi del *cash pooling* sulla gestione della liquidità a livello di gruppo societario

"Con la ripresa della congiuntura, in Italia si stanno attenuando le tensioni finanziarie emerse negli anni della crisi. La contrazione dei prestiti

(25) Cfr. OIC 14 paragrafo 12.

(26) Circolare Assonime 46/2009 paragrafo 4.1.

(27) Circolare Agenzia delle entrate 19/2009 paragrafo 2.2

alle imprese si è ridotta, fino quasi ad annullarsi; i crediti alle famiglie sono tornati a crescere in misura lieve”⁽²⁸⁾.

L’affermazione del Vice Direttore della Banca d’Italia, Fabio Panetta, nel corso di una recente audizione al Senato della Repubblica presso la Commissione permanente Finanze e Tesoro, pare confermare il superamento della fase di *credit crunch* che nel pieno della crisi economica ha limitato l’accesso al credito contribuendo a generare forti squilibri finanziari nelle imprese.

Tuttavia va rilevato come, seppur davanti ad una svolta, le “condizioni creditizie restano eterogenee. La disponibilità di prestiti è ampia per le aziende solide, con basso indebitamento”⁽²⁹⁾.

Negli ultimi anni l’intonazione restrittiva dell’offerta di finanziamenti da parte delle banche ha posto la questione finanziaria al centro dell’attenzione, evidenziando la principale debolezza del sistema finanziario italiano: la struttura finanziaria delle imprese caratterizzata da un indebitamento relativamente elevato e da un’alta quota dei prestiti bancari sul complesso dei debiti.

Il nuovo ambiente competitivo, scaturito dalla crisi, impone alle imprese un monitoraggio costante dell’equilibrio finanziario, inteso come capacità di fronteggiare in modo ordinato ed economico gli impegni finanziari che man mano giungono a scadenza. La verifica della situazione di equilibrio rivela la sua utilità, sia per una più efficiente gestione dell’attività, sia per meglio dialogare con i vari *stakeholder* (finanziatori *in primis*) e va effettuata considerando la situazione aziendale, l’ammontare e la durata del fabbisogno espresso, nonché la composizione delle fonti esterne di finanziamento.

In tale processo, il controllo e l’ottimizzazione della liquidità assumono una valenza cruciale nelle aziende di piccole e medie dimensioni in grado di rafforzarne sia la posizione contrattuale nei confronti dei finanziatori sia le possibilità di sopravvivenza.

Nel caso specifico in cui ci si trovi ad affrontare la gestione della tesoreria a livello di gruppo societario si dispone dunque di un particolare strumento, lo strumento del *cash pooling*, nelle diverse accezioni sopra

(28) Fabio Panetta, Vice Direttore Generale della Banca d’Italia, audizione al Senato della Repubblica, 6a Commissione permanente (Finanze e tesoro), “[Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea](#)”, Roma, 9 luglio 2015.

(29) *Ibidem*.

delineate, che consente di migliorare l'allocazione della liquidità a livello di gruppo con vantaggi in termini di costo e non solo.

Il *cash pooling*, storicamente applicato a gruppi costituiti da aziende di grandi dimensioni o con struttura internazionale, mostra sempre più la sua utilità anche all'interno di gruppi nazionali di medie dimensioni orientati ad una migliore gestione della propria posizione finanziaria.

I vantaggi dell'accentramento delle risorse monetarie sono molteplici.

Una migliore gestione dei flussi finanziari a livello di gruppo, mediante l'allocazione delle risorse finanziarie dalle società con disponibilità in favore di altre consorelle, consente di annullare o comunque di ridurre le diseconomie connesse alla contestuale presenza di saldi attivi e passivi in capo alle consociate.

Evidenti, pertanto, le potenzialità in termini di contrazione del margine di indebitamento complessivo del gruppo.

Inoltre, la verifica costante delle disponibilità finanziarie in capo alle singole società, coniugata ad una visione d'insieme della situazione finanziaria, consente di porre in essere un monitoraggio puntuale dell'effettivo fabbisogno finanziario del gruppo, attivando una gestione proattiva dello stesso.

6.2.2. L'influenza positiva del *cash pooling* sul *rating* attribuito dalla banca

Nel rapporto banca-impresa, una migliore gestione della liquidità è in grado di influenzare positivamente il punteggio calcolato dai sistemi di *rating*, consentendo alle imprese di mantenere gli affidamenti, o negoziarne dei nuovi, ad un costo inferiore.

I modelli di *rating* interni, utilizzati dalle banche nell'ambito dei processi di valutazione del merito creditizio e monitoraggio del rischio di credito della controparte, si basano su un'istruttoria che considera, congiuntamente, fattori quantitativi e fattori qualitativi.

Una gestione ottimale della tesoreria aziendale può determinare effetti positivi su quasi tutte le aree di indagine che contribuiscono a determinare il *rating*, con conseguente miglioramento dello stesso in capo alle singole società appartenenti al gruppo.

In particolare, i principali benefici sono riconducibili ai seguenti aspetti:

- 1) **Analisi di bilancio**: possibile riduzione del carico fiscale e degli oneri finanziari, oltre al contenimento del margine di indebitamento;
- 2) **Analisi andamentale esterna** (principalmente: centrale rischi Banca d'Italia): riduzione/annullamento sul sistema delle tensioni di

utilizzo, sconfinamenti e scoperti sui rischi a revoca e a scadenza in capo ad alcune società del gruppo;

3) **Analisi andamentale interna:** riduzione/annullamento delle tensioni di utilizzo, sconfinamenti e scoperti in c/c in capo ad alcune società del gruppo;

4) **Analisi qualitativa:** miglioramento dello *score* legato al contenimento del rischio di liquidità.

La gestione accentrata della tesoreria denota come l'imprenditore/manager si avvalga di strumenti di programmazione e controllo per "pilotare" l'azienda con maggior consapevolezza, pertanto può indurre l'analista a migliorare il *rating* delle società consorelle mediante l'*override*.

In sintesi, l'analisi della generazione del flusso di cassa diviene: "una grandezza chiave per gli analisti finanziari, in quanto è il flusso di cassa e non il reddito che verrà utilizzato per il servizio del debito, sia per la quota interessi che per il rimborso del capitale. Esso opera anche una funzione di filtro delle molte stime soggettive previste dai principi contabili, stime che influiscono sul Conto Economico, in quanto basate sul principio della competenza economica dei costi e ricavi e non sulla loro manifestazione monetaria".⁽³⁰⁾

L'avvento di Basilea 3 condurrà ad una maggior responsabilizzazione delle banche nella valutazione del merito creditizio e di conseguenza ad affinare ulteriormente le procedure di affidamento.

La spinta all'innovazione nella valutazione del merito creditizio è legata, pertanto, non solo ad esigenze interne degli istituti di credito, ma anche dai nuovi requisiti richiesti dagli Organi di Vigilanza.

Il recepimento dei nuovi vincoli regolamentari orienta le politiche creditizie verso una rimodulazione del portafoglio crediti in grado di premiare i prenditori più "virtuosi", attraverso l'introduzione di logiche *pricing risk adjusted*.

Un altro incentivo fondamentale è legato all'introduzione di un nuovo modello contabile di *impairment* da parte dello *International Accounting Standard Board* (IASB) che prevede la sostituzione dell'attuale IAS 39, da molti ritenuto non scevro da un meccanismo pro-ciclico legato all'anticipazione dei ricavi con conseguente aumento della probabilità di

(30) Alessandra Tami, *Oltre la banca – il Bilancio d'esercizio nel rapporto con gli interlocutori dell'azienda*, Franco Angeli, Milano, 2013, pag. 218/9.

credit crunch nelle fasi recessive, con l'IFRS 9 che entrerà in vigore il 1 gennaio 2018. La novità prospettata con l'introduzione del nuovo principio contabile consiste nel passaggio da una logica *incurred losses* (perdite sostenute) ad una *expected losses* (perdite attese) nella valutazione delle attività finanziarie, tipicamente i crediti.

Con l'obiettivo di prevenire possibili situazioni di crisi viene, quindi, introdotta una metodologia *forward looking* (prospettica) che comporta una modifica delle attuali logiche di gestione e monitoraggio della clientela affidata. La nuova prospettiva pone l'informazione come elemento cruciale per la gestione della controparte, in grado di ridurre l'asimmetria informativa presente nel rapporto banca-impresa e di conseguenza il rischio di *moral hazard*.

Le banche sono quindi chiamate ad andare "oltre gli attuali sistemi di *rating*" introducendo elementi di analisi prospettica, come ad esempio *covenant* finanziari, per monitorare l'evoluzione delle variabili economico e finanziarie del prestatore. Un altro aspetto è relativo all'aumento del peso della valutazione *judgmental* da parte degli addetti, al fine di acquisire e sfruttare maggiormente l'informazione qualitativa sulla clientela.

Il *cash pooling* si inserisce nel nuovo rapporto banca-impresa consentendo di monitorare costantemente uno dei rischi che maggiormente ha influito sulle situazioni di crisi dei gruppi aziendali negli ultimi anni: il **rischio di liquidità**.

Si pone, quindi, come uno degli strumenti a disposizione dei gruppi di imprese per introdurre o migliorare la trasparenza della propria situazione finanziaria.

6.2.3. Il *cash pooling*: una logica "double win" nel rapporto banca-impresa

L'accentramento della tesoreria introduce una logica "double win", nella quale il gruppo societario e l'istituto di credito possono massimizzare il conseguimento dei reciproci obiettivi.

Infatti, da un lato, l'azienda capofila è nella condizione di verificare tempestivamente l'insorgere di tensioni finanziarie, causate da situazioni di squilibrio, e di intervenire rapidamente con specifiche azioni correttive. Il beneficio, nel rapporto con la banca, è insito nella possibilità di migliorare il proprio merito creditizio e di conseguenza rinegoziare al ribasso il *pricing* degli affidamenti.

Dall'altro lato, il *cash pooling* agevola la banca nella determinazione e nel monitoraggio del fabbisogno finanziario complessivo del gruppo,

consentendo di giungere ad un giudizio sulla natura, qualità e durata dello stesso. L'istituto di credito è quindi nella condizione di valutare le scelte finanziarie del gruppo, rilevando eventuali criticità che influiscono sul profilo di rischio dei prenditori. Infine, l'analisi del fabbisogno finanziario pone le basi per seguire il cliente e le sue necessità con la dovuta flessibilità. Atteggiamento, quest'ultimo che consente di attuare una strategia di consulenza nei confronti del prenditore, con indubbi vantaggi in termini di fidelizzazione della clientela.

L'accentramento della tesoreria aiuta i gruppi di imprese a strutturare il controllo finanziario, con ricadute positive in termini di consapevolezza e analisi di fattibilità finanziaria delle strategie da attuare. Inoltre, consente di introdurre quel cambiamento culturale necessario per attuare una logica *forward looking* e divenire proattivi nei rapporti con gli *stakeholder*.

Emerge, di conseguenza, l'importanza dell'utilizzo di strumenti di programmazione e controllo per migliorare la gestione dell'azienda e agevolare i rapporti con l'esterno, in particolare con gli istituti di credito.

In relazione a quest'ultimo aspetto si può affermare che "le condizioni ideali per finanziare un'impresa con capitale di credito sono quelle in cui l'impresa, venga dotata di strumenti di programmazione economico e finanziaria, e si apra al sostegno di un socio finanziario, quale può essere la banca di riferimento, e da parte bancaria vi sia un approccio valutativo professionale della capacità di rimborso. ... L'esistenza di strumenti di gestione programmata e il rapporto privilegiato con una particolare azienda di credito sono inoltre i presupposti per considerare l'opportunità di coprire parte del fabbisogno con capitale di rischio di origine bancaria."⁽³¹⁾, questo poiché la banca è nella condizione di conoscere meglio le aziende e, nel caso specifico in cui venga implementato il *cash pooling*, di seguire e monitorare l'evoluzione del fabbisogno finanziario del gruppo mediante il controllo dei flussi monetari accentrati.

6.3. Considerazioni conclusive

La scelta di avvalersi del *cash pooling*, soprattutto nel caso di gruppi societari complessi, deve essere promossa attraverso un coinvolgimento

(31) Attilio Giampaoli, Banca Impresa, Egea, Milano, 2000, pag. 247.

nella decisione da parte degli amministratori delle società partecipanti⁽³²⁾. L'importanza di una corretta informativa, in grado di evidenziare i pro e i contro di un sistema di *cash pooling*, assume un ruolo cruciale soprattutto nei confronti dei soci di minoranza. Questi ultimi, infatti, potrebbero esprimere perplessità nel vedere “sottratta” liquidità alla propria società in favore del gruppo.

Particolare attenzione va posta soprattutto nei casi in cui l'adesione al *cash pooling* sia successiva ad operazioni di *Merger and acquisition (M&A)*, con il trasferimento della liquidità in capo alla società oggetto di acquisizione.

In questo senso, un caso eclatante che ha suscitato l'attenzione dell'opinione pubblica è rappresentato dal contratto sottoscritto tra la Parmalat S.p.A. e B.S.A. Finances S.n.c che ha sancito l'adesione di Parmalat S.p.A. al sistema di *cash pooling* del Gruppo Lactalis.

A livello operativo è opportuno sottolineare come **l'accentramento della tesoreria deve essere affiancato da una costante verifica della redditività in capo alle singole società.**

Il mero controllo della presenza di liquidità a livello di gruppo potrebbe distogliere l'attenzione dalle problematiche in capo alle varie consorelle. In altre parole la presenza di liquidità a livello di gruppo potrebbe “mascherare” problematiche inerenti la redditività in capo a una o più consorelle (non necessariamente quelle che drenano liquidità), con la conseguenza di causare la crisi dell'intero gruppo nel medio/lungo termine.

(32) La scelta va altresì fatta tenendo conto della specifica realtà aziendale in termini di struttura finanziaria, tassi di interesse passivi negoziati con le banche, necessità di disporre comunque di affidamenti bancari e finanziamenti a medio lungo termine per lo sviluppo del business: così, per esempio, se i tassi passivi negoziati sono molto bassi grazie a un buon rating, potrebbe convenire di rinunciare all'impianto del *cash pooling* e far convivere conti bancari in attivo con debiti finanziari a medio-lungo termine.

7. LE SCELTE DEI SUPPORTI INFORMATICI PER IL CASH MANAGEMENT^(*)

7.1. Introduzione

Una corretta scelta dei supporti informatici per il cash management significa porre le basi per poter gestire larga parte dei rischi finanziari a partire dal rischio di liquidità.

Confrontarsi - da parte di un'impresa che necessita di rafforzare il suo sistema informativo per il *cash management* - con le tecnologie informatiche a supporto dell'attività di *Cash Management*, può essere un compito oneroso, considerata l'ampiezza dello spettro delle soluzioni presenti sul mercato.

In questo capitolo ci proponiamo di fornire alcune indicazioni tratte dalle nostre personali esperienze che, idealmente, consentano ai colleghi lettori un maggiore consapevolezza delle principali variabili da considerare nella scelta di un applicativo di *Cash Management & Control*.

7.2. Come scegliere tra una rosa di software disponibili sul mercato

La scelta di adottare un *software* dedicato per la gestione della tesoreria obbliga l'azienda a ripensare e riorganizzare la gestione finanziaria, focalizzandosi sui nodi centrali, caratteristici del proprio mercato e della specifica situazione aziendale.

Un primo livello di analisi consiste nell'esame dei punti chiave della gestione finanziaria.

(*) A cura di Francesco Aldo De Luca, Segretario Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e di Cristina Erminero, Commissione Finanza e Controllo di Gestione e Commissione Startup, Microimprese e Settori Innovativi ODCEC di Milano.

Occorre preliminarmente analizzare i rapporti in essere con gli **istituti di credito** e la loro articolazione: le banche coinvolte, le linee di credito, la verifica delle condizioni, i mezzi di pagamento, i mezzi di collegamento per le operazioni finanziarie. Tanto più ampi e complessi sono i rapporti finanziari che emergono dall'analisi, tanto maggiore sarà l'esigenza di avere una gestione automatizzata della tesoreria.

Il **grado di internazionalizzazione** dell'impresa costituisce un altro elemento essenziale per valutare lo strumento informatico più idoneo: l'eventuale gestione di clienti e fornitori in differenti valute e il conseguente rischio di cambio richiedono una valutazione degli strumenti di copertura adottati.

Da tenere in debito conto anche il **livello di complessità dell'organizzazione, in quanto** implica diversi gradi di centralizzazione dei flussi finanziari, sia che si tratti di operazioni *intercompany* (*cash pooling*, gestione dei processi di *netting*), sia che occorra gestire una organizzazione su più divisioni o una più o meno ramificata rete di *retail*.

Il secondo livello di analisi per la scelta del software riguarda la **valutazione del sistema informativo attualmente in uso in azienda**, delle criticità riscontrate e delle **esigenze informative** emerse.

La gestione delle imprese in generale, ma anche delle PMI, può favorevolmente avvantaggiarsi dell'adozione di un Sistema Gestionale Integrato. L'acronimo inglese per questi sistemi è ERP (*Enterprise Resource Planning*) *Systems*; sono sistemi che servono per pianificare l'utilizzo delle Risorse Aziendali fin nel massimo dettaglio.

Si tratta di strumenti molto potenti, che danno una lettura 'naturale' dell'attività aziendale orientata per Cicli di Attività. Il Ciclo Attivo, che parte dalle Vendite e ne segue le vicende fino all'incasso e il Ciclo Passivo, che parte dagli Acquisti e ne segue le vicende fino al pagamento sono i due Cicli più rilevanti ai fini della determinazione automatizzata delle future tendenze degli incassi e dei pagamenti aziendali. In presenza di questi sistemi tutta l'attività aziendale è fortemente permeata dal Principio dell'Integrazione e le informazioni che ne derivano possono risultare più funzionali all'esigenza dell'impresa.

I Sistemi ERP hanno anche degli intrinseci punti di debolezza che devono essere correttamente esplicitati ed affrontati in sede di implementazione da parte dell'azienda.

Il più importante di tutti è la loro caratteristica di essere sistemi fortemente dipendenti dalla qualità dei dati inseriti a sistema dagli operatori aziendali, poiché la loro caratteristica di integrazione fa sì che ogni inserimento abbia automaticamente conseguenza non solo

sull'ambito strettamente collegato con l'attività oggetto di rilevazione, ma anche con altri sottosistemi collegati. Imputazioni errate o, peggio, mancanti compromettono di conseguenza la rappresentazione corretta della situazione dell'azienda in un determinato istante ed a cascata compromettono la significatività delle informazioni disponibili. Grande attenzione deve quindi essere riposta nella formazione dei dipendenti all'utilizzo corretto e tempestivo del Sistema ERP, in modo da ridurre al massimo l'impatto di eventuali e sempre possibili errori di imputazione.

Se i sistemi ERP di ultima generazione sono il punto di arrivo per avere un sistema complesso di flussi di dati di tutti i processi aziendali, gli sviluppi nel campo dell'IT hanno consentito con un limitato impegno economico l'accesso a sofisticati sistemi di produzione di dati anche a realtà di piccole e medie dimensioni.

Le PMI che vogliono dotarsi di un efficace strumento di analisi e di intervento nella gestione aziendale, per evitare una inutile sovrapproduzione di dati, devono circoscrivere le aree critiche di monitoraggio e di intervento e progettare di conseguenza il cruscotto di riferimento per i budget e business plan periodici.

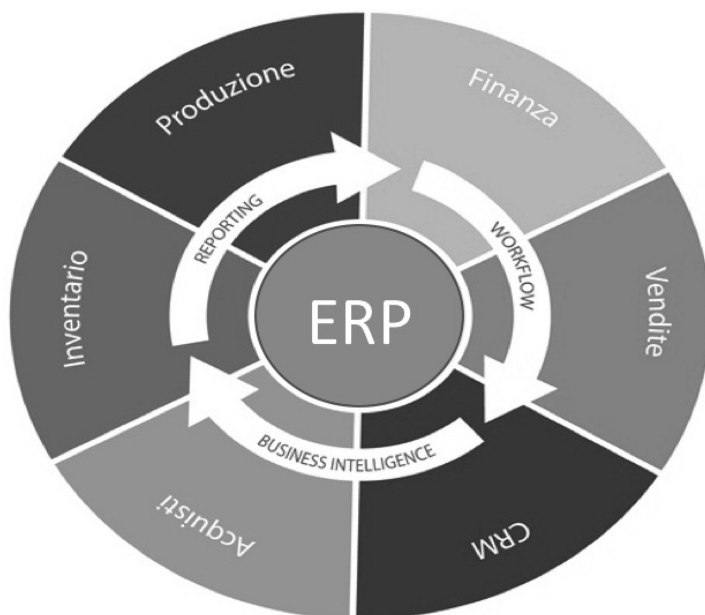


Fig. 1
Modello concettuale di un Sistema ERP

Alla luce di quanto sopra delineato, la scelta di un software di tesoreria risulta dunque delicata, particolarmente in contesti in cui siano presenti ed utilizzati Sistemi ERP.

Per poter con una certa tranquillità affrontare quello che in termini tecnici viene normalmente definito ‘*Software Selection*’ suggeriamo di seguire i seguenti passi logici da tarare in funzione delle dimensioni e delle complessità dell’impresa:

- Dotarsi di un Comitato Guida per la selezione del *Software* più adatto, che supervisioni il Processo di selezione;
- Fissare il *budget* di spesa disponibile per l’acquisto del software, dell’*hardware* (se necessario), per la formazione, l’aggiornamento e l’assistenza;
- Pianificare in dettaglio le *fasi* e la *tempistica* per il compimento di tutti i passi del Processo di Software Selection, fissando delle scadenze tassative (*Milestone*) per il compimento delle stesse;
- Analizzare la situazione corrente dell’eventuale *software* di tesoreria già presente in azienda, identificando i più importanti fabbisogni non soddisfatti;
- Sentire il parere di un consulente esterno per poter approfittare del suo punto di vista indipendente;
- Coinvolgere l’eventuale Funzione Sistemi Informativi e strutturare la collaborazione con essa;
- Pur trattandosi di dati rilevanti e confidenziali, considerare la soluzione ‘*Cloud*’ (ossia gestione dei dati esternalizzata in *outsourcing*) per il nuovo *Software*; soluzione che potrebbe consentire rilevanti risparmi in presenza di una addirittura maggiore facilità d’utilizzo da parte degli utenti;
- Effettuare ricerche online per identificare le più recenti e note soluzioni *software* presenti sul mercato;
- Compilare una lista di potenziali *software* candidati per l’adozione;
- Confrontare in dettaglio le caratteristiche dei *software* identificati (tecniche e relativi costi), avendo cura di creare delle tabelle di confronto, molto utili in fase di decisione finale;
- Richiedere l’accesso con utenza temporanea al *software* oggetto di valutazione: molti produttori offrono anche periodi di prova limitati nel tempo ed ambienti dimostrativi già popolati di dati per consentire una valutazione operativa del loro *software*;
- Valutare infine:
 - i tempi/costi necessari per l’aggiornamento delle risorse interne;
 - la compatibilità con la piattaforma informatica esistente (anche tramite soluzioni *Cloud*);
 - la compatibilità e l’integrazione con il *software* contabile;
 - la durata e copertura dell’aggiornamento del nuovo *software*;

- la qualità dell’assistenza del nuovo *software*;
- la possibilità di importare ed esportare gli archivi (anche successivamente alla scadenza della licenza del nuovo *software*).

- Richiedere ai produttori notizie in merito ad installazioni funzionanti del loro *software* presso altre aziende;

- Contattare direttamente alcune di queste aziende per poter sentire la loro specifica opinione in merito al *software* acquistato.

Alcune delle questioni citate sono particolarmente delicate considerando che l’utilizzo di un *software* più complesso comporta contestualmente un aggiornamento generale delle competenze informatiche delle risorse umane dedicate con la necessità di formare il personale ad una maggiore consapevolezza dei processi in essere.

Allo stesso tempo, la semplificazione dei processi contabili/finanziari dovrà comportare la stesura e/o l’aggiornamento del sistema di controllo interno e del sistema di *privacy*, anche al fine di minimizzare il rischio di frodi.

7.3. Modello Concettuale di un Sistema Informativo di *Cash Management*⁽³³⁾

I *software* di *cash management* oggi consentono l’integrazione tra il sistema contabile e il sistema bancario.

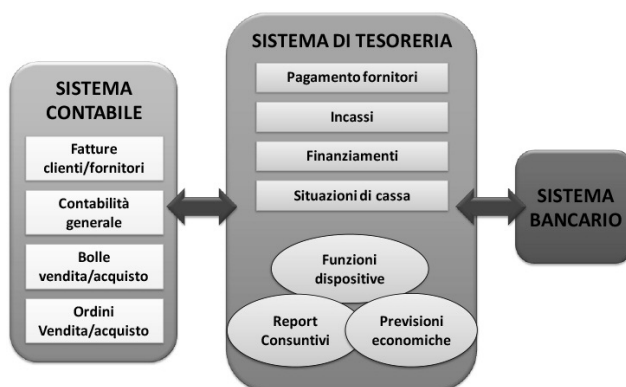


Fig. 2
Sistema informativo di *cash management*

(33) Si ringrazia il dott. Antonino Nicastro per il confronto dialettico sul tema.

In particolare, l'azienda può richiedere al *software* di tesoreria le seguenti funzionalità, qui schematizzate (in ordine crescente di complessità dagli applicativi elementari ai più evoluti) con un diverso grado di complessità, calibrato sulle specifiche esigenze dell'impresa:

I. Funzione contabile/amministrativa (*back office*)

- Gestione incassi/pagamenti
- Riconciliazioni bancarie
- Controllo delle condizioni bancarie

L'integrazione con i sistemi di *Remote Banking* consente la gestione degli incassi/pagamenti.

Nella figura di seguito l'aspetto di un moderno cruscotto per la gestione della Tesoreria.

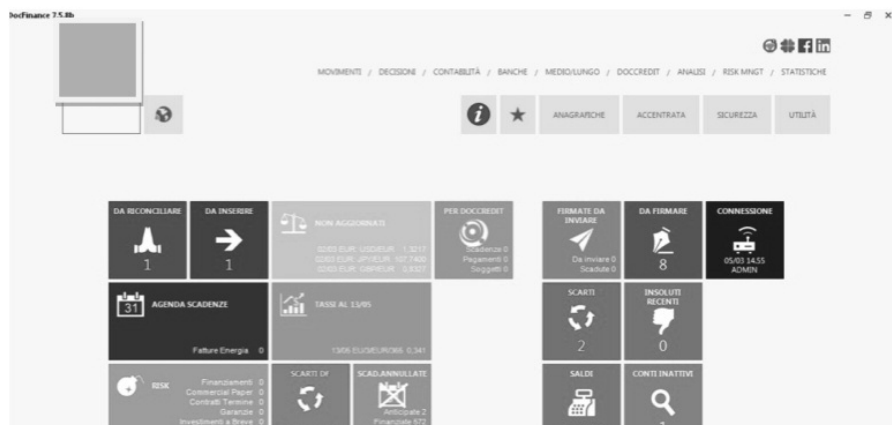


Fig. 3

Esempio di cruscotto per la gestione della tesoreria (*back office*)

Utilizzando procedure di interfaccia con i sistemi contabili esistenti, è possibile la generazione automatica delle registrazioni di movimenti e di corrispondenza per gli incassi/pagamenti, garantendo la riconciliazione automatizzata, con relativo supporto per la risoluzione manuale delle incongruenze tra tesoreria e movimenti contabili.

La verifica automatizzata degli estratti conto, degli interessi applicati consente infine una verifica puntuale che le condizioni in essere vengano rispettate dagli istituti di credito.

II. Funzione informativa (*middle office*)

- Reportistica di Corporate

- Reportistica previsionale
- Analisi dei dati

La funzione informativa (di *middle office*) consente il monitoraggio e la previsione dei saldi di tesoreria grazie alla produzione di report di *budget* finanziari, *forecast* e *cash flow* consuntivi e preventivi.

I *report* sono prodotti tramite la gestione delle informazioni note quali p.e. tramite il calcolo della disponibilità e dell'affidamento delle linee di credito, la gestione del portafoglio effetti attivi e l'analisi per cliente con relative stime di incasso, la gestione del piano di ammortamento e delle rate di mutui attivi e passivi, l'acquisizione automatica di dati di preventivo (scadenzari fatture, flussi di magazzino e gestione ordini, *budget* economico).

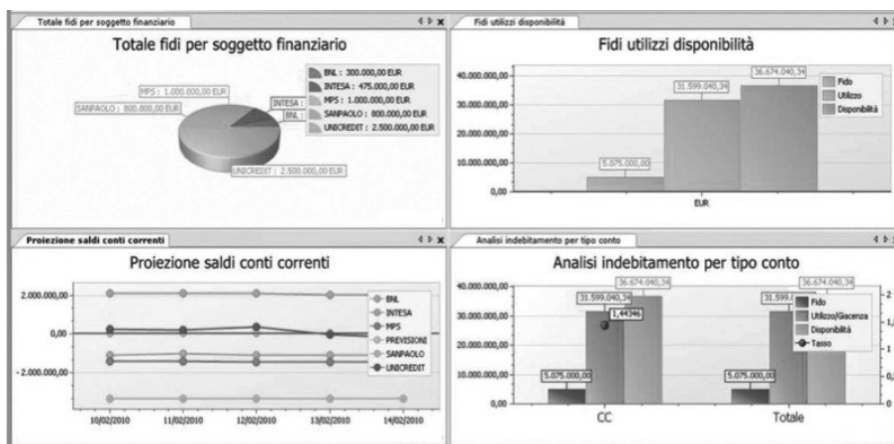


Fig. 4
Esempi di gestione e proiezioni degli indebitamenti

III. Funzionalità strategica (*front office*)

- Gestione della liquidità e della copertura
- Gestione dei finanziamenti
- Gestione del rischio (*risk management*)⁽³⁴⁾
- Gestione del budget finanziario

(34) Si intende in particolare la gestione dei rischi finanziari di mercato. Per maggiori dettagli si rimanda al capitolo 5.

The screenshot displays a financial management software interface. The main window shows a cash flow statement with columns for months from January to July. The data is organized into sections: Saldo iniziale, Incassi, Interessi attivi, Pagamenti, Interessi passivi, Liquidazione IVA, and Saldo. A detailed view of a specific entry is shown in the foreground, listing various cost categories (CT001-CT014) and their corresponding values for different periods.

Area	Divisa	Flusso	Descrizione	Tipo	T	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio
Saldo iniziale	EUR	S001	Saldo c/corr.	Saldo in...	Automatico	669.960.416,41	668.993.533,38	664.847.117,20	658.668.322,22	648.355.034,06	638.199.216,90	633.991.11
	EUR	S006	Saldo fin. pass	Saldo in...	Automatico	-6.982.897.365,22	-6.982.897.365,22	-6.982.897.365,22	-6.982.897.365,22	-6.982.897.365,22	-6.982.897.365,22	-6.982.897.36
Tipo: Saldo iniziale	EUR					-6.312.936.948,81	-6.313.903.831,84	-6.318.050.248,02	-6.324.229.043,00	-6.334.542.331,16	-6.344.698.148,32	-6.348.906.24

Fig. 5

Schermata di un software per la gestione del piano finanziario

A supporto dell'operatività aziendale ordinaria e delle operazioni straordinarie (p.e. investimenti, commesse ultrannuali...) i *software* di tesoreria consentono di ottimizzare il debito complessivo, simulando automaticamente il debito totale aziendale attraverso un sistema propositivo di girofondi. Nei *software* più avanzati l'adozione di funzioni di monitoraggio previsionale permette di valutare la capacità del sistema di generare previsioni affidabili e di utilizzare adeguati meccanismi di aggiustamento. In questo modo il management è in grado di osservare con continuità il livello di capacità aziendale nel generare flussi di cassa positivi e di adottare soluzioni tempestive per situazioni di sofferenza.

Infine, alcuni *software* consentono sistemi automatizzati rivolti alle imprese che operano sui mercati internazionali per la gestione attiva dei principali rischi cambio e di tassi (p.e. test di efficacia della copertura, analisi di sensitività etc.).

7.4. Vantaggi e Svantaggi dei Software di Tesoreria

Di seguito viene presentata una tabella riepilogativa dei principali Vantaggi e Svantaggi dell'adozione di un Software di Tesoreria

Vantaggi	Svantaggi
Ottimizzazione della liquidità e delle coperture	Aumento della complessità contabile/gestionale
Velocizzazione di operazioni di <i>import/export</i> dati bancari	Gravose analisi preliminari del sistema informativo necessarie per formulare scelte “ragionate”
Supportare i processi decisionali sugli investimenti	Articolazione del sistema di controllo interno con possibili appesantimenti gestionali
Gestione dei cicli di cassa nei confronti di clienti, fornitori	Adeguamento dei profili professionali dedicati
Gestione del <i>cash pooling</i>	Costi di impianto/licenze
Gestione della copertura del rischio di cambio	
Monitorare il rapporto con gli istituti di credito e le condizioni bancarie offerte	
Integrazione con i più diffusi <i>software</i> gestionali/ERP	

7.5. Variabili critiche di scelta dei software

I *software* di tesoreria possono venire classificati in base alle seguenti categorie:

- **Opensource/di proprietà**

I software opensource forniscono spesso prodotti di qualità con il vantaggio di non avere costi di licenza. Adottando tale scelta può risultare tuttavia più complessa la successiva integrazione con il sistema contabile e gestionale interno.

- **Stand alone/software as a service (SaaS)**

Nella prima ipotesi l'azienda è licenziataria di un *software*, mentre nella seconda ipotesi, con un *software* SaaS l'azienda paga mensilmente per un servizio accessibile via web, spesso in Cloud. Questa seconda soluzione, ormai diffusa, offre una maggiore flessibilità del *software* e ha un limitato impatto finanziario, poiché con un unico canone, si ottiene l'accesso al *software* e a tutti i servizi accessori di manutenzione e aggiornamento. Tuttavia, le questioni più delicate sulle soluzioni in Cloud rimangono legate alla gestione della privacy dei dati aziendali e alle garanzie dei sistemi di continuità della comunicazione internet.

- **Multipostazione/monopostazione**

La variabilità di costo di alcuni software è legata alla numerosità delle postazioni. E' bene valutare a priori quante saranno le postazioni da attivare.

- **Modulare/a pacchetto completo**

E' importante definire a priori le esigenze informative necessarie: alcuni *software* di tesoreria sono acquistabili solo per moduli (p.e. in base ai livelli di dettaglio informativo richiamati nei capitoli precedenti), ciascuno dei quali offre solo alcuni dei servizi richiesti per il *cash management*. Parimenti la scelta di programmi integrati ma troppo complessi può essere una scelta inefficace rispetto agli specifici bisogni aziendali.

- **Multicanale**

Alcuni software permettono una perfetta integrazione tra i diversi dispositivi multimediali. Per titolari d'azienda spesso in viaggio può essere di grande utilità un tablet configurato per una gestione completa delle principali funzioni di tesoreria.

- **Livello di interoperabilità con gli istituti di credito**

La frequenza e la completezza nella gestione dei flussi informativi (necessarie nelle specifiche realtà aziendali) con le banche è una delle variabili chiave per decidere quale software utilizzare.

- **Gestione degli archivi e storicizzazione dei dati pregressi e successivi**

Come già anticipato, nel momento in cui si avvia la transazione ad un nuovo sistema informativo è bene verificare a priori sia come verranno trattati e importati nel nuovo sistema i dati pregressi che, in caso di interruzione del rapporto, come verrà esportato lo storico degli archivi gestiti, garantendo la continuità storica del flusso di dati. La società informatica dovrebbe garantire la compatibilità dei dati esportati con i principali formati dei software in uso.

E' importante anche la valutazione delle **funzioni di supporto e supplementari** alla gestione del cash management, quali per esempio:

- creazione e personalizzazione di *report*, cruscotti grafici, file per l'esportazione (in diversi formati e diversi canali);
- gestione delle comunicazioni bancarie;
- archiviazione automatica della modulistica bancaria;
- integrazione con banche internazionali e con i relativi standard di comunicazione (*Swift...*);
- gestione centralizzata multicompany (*cash pooling*, gestione dei processi di *Netting*) multidivisione, multi unità locali, strutture di centralizzazione;
- compliance con il D.L. 262/05 per la protezione dei dati;
- sistemi di sicurezza (compatibilità SOC 1 e SOC 2, crittografia);
- funzionalità di acquisizione giornaliera delle quotazioni di tassi di cambio e di tassi d'interesse con i listini di riferimento e relative procedure di aggiornamento.

7.6. I criteri per la scelta: dimensionare gli strumenti informatici sui reali fabbisogni aziendali di *cash management*

Soltanto per dare alcuni parametri, puramente indicativi, è opportuno dotarsi di un *software* di *cash management* quando si presentano alcune delle seguenti situazioni⁽³⁵⁾:

- il fatturato supera i 3 milioni di euro
- gli istituti di credito sono superiori a 2/3
- le forme di finanziamento sono superiori a 3
- le linee di estratto conto sono superiori a 2.000
- si hanno diverse unità locali
- si gestiscono numerosi rapporti in diverse valute

In base alle esigenze informative dell'azienda si potrà definire il livello di complessità del software richiesto:

	Livello base	Livello intermedio	Livello avanzato
Funzioni	<ul style="list-style-type: none"> – gestione del remote banking – integrazione con il sistema contabile – gestione delle linee di credito 	<ul style="list-style-type: none"> – centralizzazione della tesoreria – pianificazione finanziaria 	<ul style="list-style-type: none"> – integrazione con sistemi ERP – gestione dei rischi finanziari – Datawarehouse finanziario (<i>front office</i>)
Imprese			
PMI	x		
Medie imprese	x	x	x
Multinazionali	x	x	x
GDO	x	x	

7.7. Se costruire supporti informatici "in casa"

Si può evitare di acquistare licenze *software* dedicate quando la dimensione aziendale e la complessità finanziaria è ridotta, ovvero in presenza di una gestione di tesoreria molto elementare.

(35) In linea con quanto proposto da Andrea Paravicini su www.manageritalia.it.

Tra i diversi strumenti a disposizione si citano:

- i fogli di calcolo
- *software* opensource
- moduli aggiuntivi di programmi di contabilità già in uso.

Si propone di qui di seguito un esempio di Piano di Tesoreria con orizzonte Semestrale

	mese	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno
Incassi da vendite		2.150.000	3.000.000	2.500.000	2.573.000	2.775.600	3.421.200
Altri incassi		0	0	0	0	0	0
Totale incassi		2.150.000	3.000.000	2.500.000	2.573.000	2.775.600	3.421.200
Esborsi							
Pagam. Fornitori mat. prime		759.783	1.217.855	1.324.037	1.563.348	1.509.319	1.466.024
Pagam. Fornitori lavazioni		825.762	951.594	1.136.775	1.155.723	1.148.684	1.125.583
Salari e stipendi		200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
ritenute e altre voci F24		347.000	173.000	173.000	173.000	173.000	173.000
Viaggi e trasferte		10.000	10.000	14.000	15.000	20.000	1.200
Affitti		312.500			312.500		
Utenze		40.000	38.000	42.000	40.000	38.000	42.000
Canon assicurativi		18.000					
manutenzioni		25.000			40.000		10.000
Canc. E mat. di consumo		12.000			12.000		
Consulenze					50.000		
Emolumenti		120.000			120.000		
Spese di rappresentanza							
Spese pubblicitarie		400.000		400.000		400.000	
Provvigioni							
IVA da versare		-	-	-	-	475.612	747.748
Pagamento dividendi		-	-	1.588.931	-	-	-
Imposte e tasse		-	-	-	-	1.400.000	-
Oneri finanziari (i = 6%)		-	-	83.791	-	-	152.630
Totale esborsi		3.070.045	2.590.449	4.962.534	3.681.571	5.364.615	3.918.185
Saldo		- 920.045	409.551	- 2.462.534	- 1.108.571	- 2.589.015	- 496.985
Saldo progressivo		- 920.045	- 510.493	- 2.973.027	- 4.081.598	- 6.670.613	- 7.167.598
Debito iniziale		- 4.118.242	- 4.118.242	- 4.118.242	- 4.202.033	- 4.202.033	- 4.202.033
Debito Vs sistema bancario		- 5.038.287	- 4.628.735	- 7.091.269	- 8.283.632	-10.872.647	- 11.369.632
Totale fidi		11.550.000	11.550.000	11.550.000	11.550.000	11.550.000	11.550.000
Utilizzo fidi		43,62%	40,08%	61,40%	71,72%	94,14%	98,44%

Fig. 6

Esempio Piano di Tesoreria realizzato con foglio di calcolo

La tabella seguente ripropone il precedente esempio numerico scomponendo i flussi finanziari in base alle variazioni della liquidità derivanti da attività operativa, da attività di investimento e da attività di finanziamento sulla base dello schema di rendiconto finanziario – metodo diretto – proposto in OIC 10.

<i>mese</i>	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno
A. Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa						
Incessi da clienti	2.150.000	3.000.000	2.500.000	2.573.000	2.775.600	3.421.200
Altri incassi	0	0	0	0	0	0
(Pag.ti a fornitori per acquisti)	-759.783	-1.217.855	-1.324.037	-1.563.348	-1.509.319	-1.466.024
(Pag.ti a fornitori per servizi)	-825.762	-951.594	-1.136.775	-1.155.723	-1.148.684	-1.125.583
(Pag.ti al personale)	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000
(Altri pagamenti)	-1.284.500	-221.000	-629.000	-762.500	-1.106.612	-973.948
(Imposte pagate sul reddito)	0	0	0	0	-1.400.000	0
Interessi incassati/(pagati)	0	0	-83.791	0	0	-152.630
Dividendi incassati						
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	-920.045	409.551	-873.603	-1.108.571	-2.589.015	-496.985
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento						
<i>Immobilizzazioni materiali</i>						
(Investimenti)/disinvestimenti	0	-500.000	0	0	0	0
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>						
(Investimenti)/disinvestimenti						
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>						
(Investimenti)/disinvestimenti						
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>						
(Investimenti)/disinvestimenti						
Acq. o cess. d'azienda al netto delle disp. liquide						
Flusso finanziario dall'attività di investimento (B)	0	-500.000	0	0	0	0
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanz.						
<i>Mezzi di terzi</i>						
Incr.(decr) debiti breve vs banche						
Accensione (rimborso) fin.						
<i>Mezzi propri</i>						
Aum.to (rimb.) capitale a pag.to						
Cess. (acq.to) di azioni proprie						
(Dividendi pagati)	0	0	-1.588.931	0	0	0
Flusso finanziario dall'attività di finanziamento (C)	0	0	-1.588.931	0	0	0
Incremento (decremento) delle disp. liquide (A ± B ± C)	-920.045	-90.449	-2.462.534	-1.108.571	-2.589.015	-496.985
Saldo progressivo	-920.045	-1.010.494	-3.473.028	-4.581.599	-7.170.614	-7.667.599
Debito iniziale	-4.118.242	-4.118.242	-4.118.242	-4.118.242	-4.118.242	-4.118.242
Debito vs sistema bancario	-5.038.287	-5.128.736	-7.591.270	-8.699.841	-11.288.856	-11.785.841
Totale fidi	11.550.000	11.550.000	11.550.000	11.550.000	11.550.000	11.550.000
Utilizzo fidi	43,62%	44,40%	65,73%	75,32%	97,74%	102,04%

Fig. 7
Esempio di fig. 6 proposto
sul rendiconto finanziario - metodo diretto

In molti contesti, tali strumenti possono produrre risultati anche molto sofisticati se vengono modellati e progettati in sinergia con i diversi sistemi decisionali e sono alimentati con un costante e sistematico flusso di dati.

Ciò implica il coinvolgimento di professionalità diverse, guidate dalle esigenze informative del management. Il risultato sarà un prodotto ad hoc, economico e costruito su misura.

7.8. Considerazioni conclusive

I *software di cash management* sono uno strumento importante nella gestione aziendale, per monitorare i flussi finanziari, effettuare proiezioni nel breve e programmazioni di medio periodo, realizzare valutazioni di sostenibilità, nonché per operare nell'ambito del *risk management*.

Negli ultimi anni si è assistito ad un rapido ed estensivo utilizzo di applicativi di tesoreria anche da parte di piccole e medie imprese, grazie a politiche di *pricing* delle *software house* sempre più attente a modulare la propria offerta su una più vasta platea di clienti.

Tuttavia, uno strumento non tarato sulla specifica realtà aziendale rischia di produrre effetti negativi, aumentando la complessità gestionale senza ottenere gli attesi benefici informativi.

Per questo motivo il commercialista-consulente d'impresa dovrebbe essere per lo meno in grado di percepire le esigenze informative della singola realtà aziendale ed esprimersi in qualche misura, anche in base ai passaggi qui delineati, (1) sull'opportunità o meno di gestire e controllare la tesoreria con un software acquistato ad hoc e quindi (2) circa l'eventuale software di tesoreria più adatto che meglio si integri con il sistema informativo esistente e rappresenti un adeguato bilanciamento tra l'aumento della complessità amministrativa e un migliore flusso di informazioni ottenute.

8. POSTFAZIONE^(*)

8.1. Il rapporto banca e impresa: uno scenario in continua evoluzione

Una delle sfide che le imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, stanno affrontando in questi ultimi anni è il cambiamento nel rapporto banca-impresa, soprattutto nella capacità delle banche di erogare credito soprattutto alle aziende di minori dimensioni. Ed è importante tener conto dello scenario che si sta profilando e che modificherà ulteriormente questo rapporto. D'altronde questi effetti erano già stati messi in evidenza in una ricerca che avevo condotto operativamente per LIUC Università Cattaneo e ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari), nell'ormai lontano 2005, sui possibili effetti di Basilea 2 nel rapporto banca-impresa. Dalla ricerca emergeva come gran parte delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, fossero ancora impreparate a sopportare gli effetti indotti dall'avvento di Basilea 2, poi avvenuto nel 1 Gennaio 2007. Ebbene, in pochi avevano capito non solo l'impatto sulle politiche di concessione del credito, ma, soprattutto, la necessità di cambiare tipo di comunicazione finanziaria con le banche, e quindi di fare innovazione nel rapporto banca-impresa.

Ma veniamo ai nostri giorni ed allo scenario che può impattare sulle politiche di credito delle banche e sul rapporto banca-impresa.

L'ultimo *outlook* ABI-CERVED sulle sofferenze delle imprese (Dicembre 2015) mette in evidenza che in valore le sofferenze lorde in Italia sono pari a circa 200 miliardi di euro: l'incidenza delle sofferenze lorde superano la soglia del 10 per cento del totale dei crediti concessi verso la clientela. Oltre il 70% di questo *stock* (143,4 miliardi di euro) è

(*) A cura di Massimo Solbiati, Dottore Commercialista, docente LIUC Università Cattaneo e *Principal Associate Institute for Entrepreneurship and Competitiveness*, Istituto della LIUC in Partnership con analogo Istituto diretto dal Prof. Michael Porter presso la Harvard Business School.

originato da prestiti che il sistema bancario ha erogato a società non finanziarie. Nel 2008 tale valore era di 43 miliardi. Ma nonostante la situazione attuale, un dato previsionale sembra confortare: la riduzione del tasso d'ingresso di nuove sofferenze, che scenderà dal 3,6 per cento del 2015 al 2,3% previsto per il 2017.

Quindi un rallentamento degli ingressi di nuove sofferenze sul sistema bancario, con un andamento che progressivamente potrebbe portarsi a valori vicino al periodo pre-crisi dell'anno 2009. Un dato è significativo: nel 2015, i prestiti bancari alle imprese sono diminuiti di oltre 15 miliardi di euro, nonostante la domanda di credito delle aziende sia aumentata quasi del 3%.

In questo scenario la bassa qualità del credito è uno dei problemi principali che affligge il sistema bancario italiano: ma oltre a questo aspetto nel rapporto banca impresa entrano in gioco anche fattori tecnici e fattori esogeni al mercato.

I fattori tecnici sono dati da una sempre maggiore regolamentazione bancaria. Da una parte l'*European Banking Authority* (EBA) emana regolamenti europei con l'obiettivo di rendere il sistema bancario europeo più resiliente, anche in aderenza all'operatività dell'accordo Basilea 3, che operativamente è partito dal 1 Gennaio 2015, ma che verrà completato con un percorso graduale che si completerà il 1 Gennaio 2019. Dall'altra parte l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), che rappresenta il Sistema creditizio e finanziario italiano in tutte le sedi internazionali, interviene con proposte tecniche che tengono conto delle peculiarità del sistema competitivo italiano e delle caratteristiche delle imprese italiane. Solo nei prossimi anni sarà chiaro l'impatto effettivo di Basilea 3 sulla capacità del nostro sistema bancario di concedere credito alle imprese: se le istanze di ABI e delle associazioni imprenditoriali saranno accolte almeno in parte, come sembrerebbe avvenire, forse non si avrà un impatto penalizzante sulle PMI.

I fattori esogeni di mercato sono rappresentati dalla continua globalizzazione, dalla crisi economica perdurante derivante dal cambiamento del mercato globale, dall'impatto di nuovi scenari di turbolenza ambientale come il Brexit, ma anche dalla riorganizzazione del sistema bancario, con diverse fusioni tra istituti.

Questi fattori, sia tecnici che esogeni, portano ad uno scenario in cui la concessione del credito sarà sempre più selettiva. Inoltre i tempi di risposta delle banche si sono allungati a causa del trasferimento del potere decisionale verso uffici centralizzati da una parte e dall'altra dalla presenza di strumenti di valutazione quali i sistemi di rating, che solo in parte

possono essere automatici. Un *rating*, se ben fatto, richiede comunque un'attenta valutazione ed un'altrettanta attenta validazione.

8.2. Il ruolo centrale della tesoreria per la corretta comunicazione finanziaria

Vista la dipendenza che soprattutto le piccole e medie imprese hanno sviluppato con le banche, laddove il credito bancario diventa un'unica forma di finanziamento esterno accessibile, la tesoreria è lo strumento di comunicazione finanziaria più potente per migliorare fiducia e reputazione nel rapporto banca-impresa.

In effetti, il mondo delle aziende di credito richiederà sempre più alla clientela una documentazione finanziaria idonea – e, direi, soprattutto credibile – per le stime dei flussi di cassa prospettici. Sotto questo profilo la tesoreria è lo strumento fondamentale.

Il *Cash Flow* di tesoreria è uno strumento che può quindi essere quindi utilizzato per la comunicazione finanziaria con la banca, ma soprattutto dovrebbe servire al commercialista che vuole ben supportare la propria azienda cliente nelle sana gestione e nelle corrette scelte finanziarie. Questo strumento in definitiva consente di:

- analizzare i flussi finanziari, da un punto di vista quali-quantitativo, valutandone entità e provenienza;
- ottimizzare la manovra di tesoreria, gestendo le risorse monetarie sia a breve termine, sia a medio-lungo termine;
- allocare le eccedenze o per coprire i fabbisogni, massimizzando i rendimenti degli impieghi e minimizzando il costo della raccolta in base ai profili di rischio adottati;
- verificare l'eventuale capienza degli affidamenti secondo tipologia e durata.

Il *cash flow* di tesoreria consente poi anche un attento controllo dei flussi finanziari sotto l'aspetto:

- qualitativo, poiché mostra il contributo all'entità dell'eccedenza/fabbisogno finanziario delle varie gestioni, ossia di quella:
 - caratteristica corrente, attraverso lo sbilancio della gestione corrente, che indica i flussi finanziari riferiti al normale processo di acquisto-trasformazione-vendita dell'azienda, prodotti od assorbiti dalla gestione ordinaria,
 - caratteristica, attraverso lo sbilancio della gestione caratteristica, che rappresenta il valore dei flussi finanziari prodotti od assorbiti dalla

gestione caratteristica, comprensiva dell'attività d'investimento, evidenziando la capacità dell'azienda di generare cassa e di fare fronte ai pagamenti sorti in relazione alle scelte di investimento intraprese dall'azienda attraverso il proprio autofinanziamento;

- la gestione fiscale e finanziaria, che rappresenta i movimenti finanziari riferiti ad esempio ai proventi finanziari per l'impiego della liquidità eccedente, e agli oneri finanziari, in base alle forme tecniche utilizzate per la copertura dei fabbisogni, così come le uscite per il pagamento delle diverse imposte e degli eventuali acconti per l'esercizio futuro. La gestione finanziaria riguarda anche gli oneri e proventi prodotti da strumenti derivati e/o differenziali di cambio, connessi ad operazioni finanziarie;

- la gestione straordinaria, che indica flussi finanziari non appartenenti né alla gestione caratteristica, in relazione alla loro imprevedibilità ed occasionalità;

- la gestione patrimoniale, che riguarda ad esempio le eventuali svalutazioni su partecipazioni finanziarie, i dividendi erogati o percepiti, gli interventi correlati alle movimentazioni del patrimonio netto dell'azienda.

- quantitativo, perché offre l'evidenza dei volumi generati od assorbiti, in quest'ultimo caso con riferimento agli affidamenti disponibili. Il flusso monetario totale derivante dalla somma dei flussi delle aree sopra descritte, rappresenta l'eccedenza o il fabbisogno Finanziario prodotto o assorbito complessivamente dalla gestione dall'azienda, ed è anche il valore da prendere in considerazione per pianificare la politica di copertura o di impiego del surplus.

8.3. Conclusioni

In questo quaderno, dopo un doveroso inquadramento del concetto di risk management sotto il profilo finanziario, sono stati presentati sia strumenti di comunicazione finanziaria, sia strumenti di gestione e mitigazione dei rischi finanziari. Pertanto un buon kit prevede in azienda la presenza di strumenti di previsione e di controllo della tesoreria, di strumenti per la gestione ed il controllo del capitale circolante netto, di strumenti di copertura dei rischi con i cosiddetti derivati e in taluni casi anche di strumenti di *cash pooling*.

Il tutto funziona se gestito con investimenti e strumenti informatici corretti.

Infine due strumenti utili: la *check list*, che consente di fare il punto della situazione, il glossario di supporto a un linguaggio corretto e condiviso.

Di certo non ci dimentichiamo dell'importanza di avere bilanci e piani industriali attendibili, che sono anch'essi strumenti di comunicazione finanziaria imprescindibili per un buon rapporto banca-impresa.

Se, in sintesi, l'intento di questo quaderno è stato quello di fornire al commercialista delle linee operative di riferimento, con particolare attenzione alla gestione dei rischi finanziari, possiamo affermare che esso è stato pienamente raggiunto, grazie agli strumenti operativi presentati, corredati da avvertenze e istruzioni per l'uso. Vale sempre comunque il principio dell'approccio situazionale. Per ogni azienda occorre sempre costruire l'abito su misura, con attenzione al rapporto tra qualità/prezzo e importanza strategica dell'informazione. Le risorse, come ben sappiamo, sono sempre limitate e non vanno sprecate.

9. APPENDICE^(*)

9.1. Appendice 1. Check list per un audit sul grado di adeguatezza delle prassi aziendali di *cash management*

9.1.1. Annotazioni per l'uso

La *check-list* è stata “tarata” su PMI con necessità di un indebitamento bancario a breve, non necessariamente continuativo. Inoltre le domande inserite nella *check-list* fanno riferimento a sistemi di gestione e controllo della tesoreria articolati, laddove nelle singole realtà occorre talvolta fare valutazioni costi benefici: non necessariamente i costi di prassi o procedure sofisticate di tesoreria coprono i benefici.

I vari punti della *check-list* assumono un diverso peso/rilevanza a seconda del grado di criticità della situazione finanziaria.

Così, per esempio, è evidente che in un'azienda in difficoltà economiche, tasso di indebitamento elevato e con posizioni di extrafido che si presentano con una certa frequenza su diverse tipologie di affidamenti, con rapporti con molte banche e su diversi conti, la gestione della tesoreria comporta criticità assai più elevate rispetto a un'azienda sostanzialmente solida e con un indebitamento stabile con rapporti con una o due banche, pochi conti e ampiamente nei limiti dei fidi concessi dalla banche.

Si propongono qui tre semplici indici di bilancio utili per apprezzare lo stato di salute dell'azienda sotto il profilo finanziario mediante verifica del

(*) A cura di Riccardo Coda, Coordinatore del Gruppo “Controllo di gestione”, nell'ambito della Commissione Finanza e Controllo ODCEC Milano.

loro posizionamento rispetto al relativo parametro di riferimento, assunto dalla prassi: possono essere utili per una rapida stima della situazione finanziaria prima di rispondere alla *check-list*.

- Oneri finanziari / EBITDA minore del 20%?
- Debiti finanziari/mezzi propri minore di 2,5?
- Posizione finanziaria netta/EBITDA inferiore a 3?

Occorre inoltre considerare il grado di solidità finanziaria, ossia se le immobilizzazioni nell'attivo sono finanziate solo da indebitamento a medio lungo termine e mezzi propri. La struttura finanziaria si presenta squilibrata e rischiosa quanto più la componente a breve dell'indebitamento finanzia anche una parte dell'attivo fisso. Di ciò occorre tenere conto nell'audit delle prassi aziendali di cash management.

Per ogni punto analizzato della *check-list* si può dare un punteggio da 1 a 10 (dove 10 significa piena adeguatezza delle prassi di gestione e controllo della tesoreria) per arrivare poi a un punteggio di sintesi o mediante una media semplice o mediante una media ponderata, dopo aver assegnato a ciascun aggregato di domande un peso percentuale, fatto 100% il totale del numero degli aggregati qui di seguito proposti.

9.1.2. I punti della check- list proposti

Criticità sulle determinanti dei flussi di cassa

- Si rilevano squilibri nelle determinanti dei flussi finanziari netti?
 - **crediti commerciali?** (*verificare durata media dei crediti rispetto al trend storico e al parametro di riferimento e in particolare le eventuali modalità con cui è anticipata l'informazione dell'avvenuto incasso prima di riceverlo dal remote banking; verificare altresì se sono state introdotte in azienda adeguate procedure di affidamento dei clienti e di loro classificazione - con riferimento il rischio di credito –mediante l'attribuzione ai clienti di un punteggio "scoring" basato sia su informazioni interne, sia su informazioni esterne*)
 - **rimanenze di magazzino?** (*verificare i giorni di anzianità e i giorni di copertura delle scorte ed eventuali criticità nei tempi di approvvigionamento, produzione e distribuzione dei prodotti*)
 - **ciclo finanziario netto?**
 - **debiti di fornitura** (*verificare l'entità dello scaduto*)
 - EBITDA?

Presenza di operazioni speculative

- Si rileva la presenza di acquisti di merci speculativi o di operazioni finanziarie speculative?

Se sì, analizzare le cause. L'attività imprenditoriale non deve avere operazioni con intenti speculativi.

Giorni di copertura eccessivi rispetto al parametro potrebbe essere un segnale al riguardo.

- Si osserva la presenza di operazioni in derivati InterestRateSwap senza la presenza di debito finanziario a breve o pur in presenza, ma di valore inferiore al valore coperto dal derivato? L'entità nel "nozionale" è rilevante?

Anche qui fare presente l'intento speculativo.

- La scadenza del derivato eccede quella del debito coperto?

Se si possibile intento speculativo.

- In caso di IRS il capitale nozionale del derivato segue il piano di ammortamento dl debito finanziario a cui si correla?

- La banca ha fornito la valutazione del fair value del derivato separatamente dal *mark-up* (ossia la sua remunerazione)?

- Si osserva la presenza di operazioni in derivati su cambi senza la presenza di debito finanziario a breve in valuta o pur in presenza, ma di valore inferiore al valore coperto dal derivato?

Il derivato su cambi è stato costituito anche quando il debito in valuta è pressoché compensato da crediti nella stessa valuta? Inoltre, l'entità nel "nozionale" è rilevante?

Anche qui fare presente un possibile intento speculativo (ma confrontarsi anche con le indicazioni su "strumenti finanziari derivati da parte dell'OIC; cfr. OIC XX).

- L'azienda ha effettuato contratti finanziari su derivati complessi e articolati, derivati c.d. esotici? L'entità nel "nozionale" è rilevante?

Verificare l'eventuale intento speculativo.

- Le operazioni di finanza agevolata sono coerenti con i fabbisogni finanziari dettati dalla strategia competitiva dell'impresa?

In caso negativo, si tratta di discutere con l'imprenditore le coerenze.

Presenza simultanea di surplus di cassa e di indebitamento finanziario

- Si rileva nella struttura finanziaria dell'azienda la presenza simultanea e in modo continuativo di surplus attivi con le banche e di indebitamento bancario? Inoltre i tassi passivi praticati dalla banca sono sopra il prime rate (di quanti punti sopra euribor) e in misura rilevante?

Se sì, in assenza di validi motivi, come per esempio disporre di risorse per prossimi investimenti, è opportuno sollecitare compensazioni con interventi mirati di cash pooling.

- Nel caso di gruppi è stata attivata la procedura di cash pooling?

Se no, perché?

- In mancanza di cash pooling, vengono fatte prontamente manovre di giroconto per eliminare la presenza simultanea di conti bancari in dare e conti bancari (su altre banche in avere) o spostare i fondi su conti che hanno minore capienza in termini di affidamenti?

Se no, verificare se ci sono i presupposti e promuovere interventi a seconda del grado di criticità della gestione finanziaria.

Previsioni di tesoreria

- Esiste una gestione “anticipata” della tesoreria per controllare e ottimizzare i flussi finanziari a breve?

- Le riconciliazioni bancarie avvengono giornalmente, supportate da automatismi?

- Nella gestione di tesoreria, sono definiti con chiarezza le diverse fonti dei movimenti di cassa, ossia i movimenti di iniziativa dell’impresa come per esempio i bonifici passivi e i movimenti di iniziativa bancaria come i rid e gli inserimenti fatti dalla banca sono recepiti in contabilità in automatico on line via remote banking?

- Gli interessi e le spese bancarie sono sistematicamente controllati in automatico, previo aggiornamento a sistema delle condizioni bancarie come da c.d. “rapporti di sintesi” emessi dalle banche?

- Sono eliminati tutti i doppi inserimenti?

Anche ai fini delle previsioni di tesoreria?

- Il preventivo di cassa a breve con finalità operative, ossia per programmare i pagamenti e o giroconti, com’è configurato?

- La configurazione è coerente con le criticità aziendali e i fabbisogni informativi da soddisfare?

Quale orizzonte temporale (trimestre con dettaglio mensile o quindicinale o settimanale), quale il grado di dettaglio in termini di voci di spesa (per singolo fornitore) e di incasso; il dettaglio è modulare, ossia più analitico nelle prime settimane e poi via, via sempre meno; con quale frequenza è aggiornato, è anche sviluppato per singola banca e all’interno di ognuna per singolo conto (conto corrente, conti anticipi).

- Esiste un preventivo di cassa di brevissimo periodo, ossia quindicinale con analisi giornaliera? se sì per quale motivo?

- Nelle previsioni di tesoreria, si prendono in considerazione solo le previsioni c.d. “certe”, basate su contratti quadro, ordini e fatture, oppure queste sono integrate da “stime probabili” e “stime possibili”? (cfr. capitolo 4).

- In caso di stime, qual è il loro grado di affidabilità? Le stime sono frutto di estrapolazioni del passato o tengono conto di un piano d’azioni o di altro? (specificare).

- Il preventivo di cassa integrato da stime è formulato dalla tesoreria

dopo aver raccolto in modo sistematico le informazioni dalle diverse funzioni organizzative?

- Esiste un qualche raccordo tra il preventivo di cassa a breve e il budget finanziario annuale?

Controllo di congruità sulle previsioni di tesoreria

- E' prodotto periodicamente un consuntivo di tesoreria e sono misurati gli scostamenti tra preventivo di cassa e consuntivo nell'intento di capire le cause e affinare i preventivi nei limiti del possibile?

Software di tesoreria

- E' utilizzato un software specifico per gestire la tesoreria?

Se sì, è coerente come dimensionamento con i fabbisogni informativi ed è integrato con il software di contabilità?

L'impegno di tempo che comportano il data entry e le analisi con il software adottato sono giustificati dai fabbisogni informativi?

- Sono utilizzate tutte le potenzialità del software? Se no quante (in % sul totale)?

- Il software di tesoreria è integrato da un lato con quello della contabilità, dall'altro con quello della banca tramite il sistema di "remote banking"?

Altri

- Nelle analisi finanziarie e nelle politiche di copertura dei rischi finanziari si è tenuto debito conto delle indicazioni (pur ad oggi ancora in fase di approvazione definitiva) da parte dell'Organismo Italiano di Contabilità, cfr. OIC 10 e OIC XX, emanate ai fini della redazione del bilancio di esercizio?

Se no, verificare le motivazioni e la loro validità ai fini della gestione e del controllo dei rischi finanziari nella specifica realtà aziendale.

- Si è presa in considerazione l'eventualità di far certificare il rating in termini di rischio finanziario da una Rating-Agency qualificata e accreditata dal sistema bancario, al fine di spuntare migliori condizioni dal sistema medesimo o nuovi affidamenti?

Se no, valutare in primo luogo l'opportunità/necessità, quindi, in caso positivo, se ci sono i presupposti informativi adeguati per conseguire il rating.

- Di fronte alla necessità di scelte circa i fabbisogni finanziari da coprire, le indicazioni dei consulenti della banca con cui si opera sono messe a confronto con indicazioni di consulenti di altre banche o indipendenti?

Se no, ricordarsi che i consulenti bancari sono sempre in qualche modo in conflitto d'interessi con i clienti.

9.2. Appendice 2.

Contratti derivati: caso di studio su un Interest Rate Swap

Con questo caso di studio, rappresentativo dei contratti IRS che hanno avuto ampia diffusione da parte delle banche sia negli enti locali, sia nelle imprese prima del 2007, anno di recepimento anche in Italia della direttiva MIFID, si esemplifica una struttura complessa e altamente speculativa, nonché il computo del *fair value* di un derivato per la copertura del rischio di interesse.

La valutazione del *fair value* è elemento centrale anche per l'iscrizione in bilancio dei derivati, sia in sede di prima rilevazione che periodicamente durante la loro durata: la variazione del *fair value* è infatti l'elemento da rilevare rispettivamente nel conto economico o nello stato patrimoniale, a seconda che il derivato sia classificato di speculazione, di copertura '*fair value hedge*' o di copertura '*cash flow hedge*'.

La materia della contabilizzazione dei derivati (cfr. OIC 32) è molto articolata e non rientra nelle nostre finalità che sono più focalizzate sulle tematiche finanziarie: qui accenniamo solo ad alcune brevi indicazioni pratiche sui diversi criteri di stima del *fair value* ai fini del bilancio di esercizio per poi passare all'illustrazione del caso:

- In presenza di valutazione 'di primo livello', ossia al valore di mercato, è bene tenere traccia documentale della rilevazione stessa avendo cura di dimostrare la coincidenza tra il derivato in bilancio e quello rilevato (ad es, con codici ISIN o altro identificativo) e avendo cura di scegliere il prezzo effettivo se trattato alla data della rilevazione (di norma il 31 dicembre), o il livello di '*bid-ask spread*' se il mercato non ha avuto effettive transazioni nel giorno della valutazione. Queste considerazioni sono di maggior rilevanza se la valutazione è 'di secondo livello', cioè se il valore di mercato non è direttamente disponibile, ma – **come nel caso di studio di seguito presentato** – deve essere ricavato – sovente con l'ausilio di un perito indipendente - scomponendo il derivato in elementi semplici di cui sono disponibili i valori di mercato; il valore ottenuto va poi confrontato con quello fornito dalla banca;

- Se necessaria una valutazione 'di terzo livello' con modelli di valutazione 'generalmente accettati' è bene ricordare che tali metodi sono assai numerosi e diversi tra loro, oltre ad essere di applicazione piuttosto complessa. È quindi anche qui prassi – come per la valutazione di secondo livello – affidarsi (da parte di chi cura il bilancio di fine anno) ad un valutatore esterno per il loro calcolo, e si consiglia di chiedere che la valutazione sia corredata dalla definizione a) del modello utilizzato, b)

della base data utilizzata e c) della sua ampiezza temporale, nonché d) delle eventuali ipotesi che si sono rese necessarie per la valutazione stessa. Dato il livello di incertezza che il calcolo può assumere, può essere opportuno richiedere una valutazione con un modello alternativo, e una spiegazione per capire per quale motivo si preferisce un modello ad un altro (ad esempio, valutazione di una opzione secondo il modello Black-Scholes o secondo il modello Binomiale). La valutazione inoltre deve essere confrontata con quella richiesta alla banca e vanno chiarite le eventuali discordanze nelle stime del fair value. Si rimanda il lettore a necessari approfondimenti in materia, a partire dalla appendice B dell'OIC 32.

Veniamo ora al nostro caso di studio che riguarda un contratto particolarmente rischioso e direi svantaggioso per il cliente in termini di copertura del rischio di un innalzamento dei tassi di interesse su un finanziamento stipulato con la banca a tasso variabile.

I termini i contrattuali del derivato sono qui di seguito sintetizzati.

Nozionale	€ 5.000.000		
Data di inizio	18/12/2006		
Data di scadenza	16/06/2016		
Durata	9,5 anni		
Cliente SpA paga:	18/12/2006 - 16.06/2008		
	4,50%	se Euribor 3M < 2,95%	
	Euribor 3M + 1,44% se 2,95% ≤ Euribor 3m < 4,50%		
	5,94%	se Euribor 3M ≥ 4,5%	
	16/06/2008 - 16.06/2010		
	4,50%	se Euribor 3M < 3,00%	
	Euribor 3M + 1,44% se 3,00% ≤ Euribor 3m < 5,00%		
	6,44%	se Euribor 3M ≥ 5,00%	
	16/06/2010 - 16.06/2016		
	4,50%	se Euribor 3M < 3,00%	
	Euribor 3M + 1,44% se 3,00% ≤ Euribor 3m < 5,50%		
	6,94%	se Euribor 3M ≥ 5,50%	
Banca paga	16/12/2006 - 16.06/2016		
	Euribor 3M		
Upfront di € 572.879,00 in data 28/02/2007			

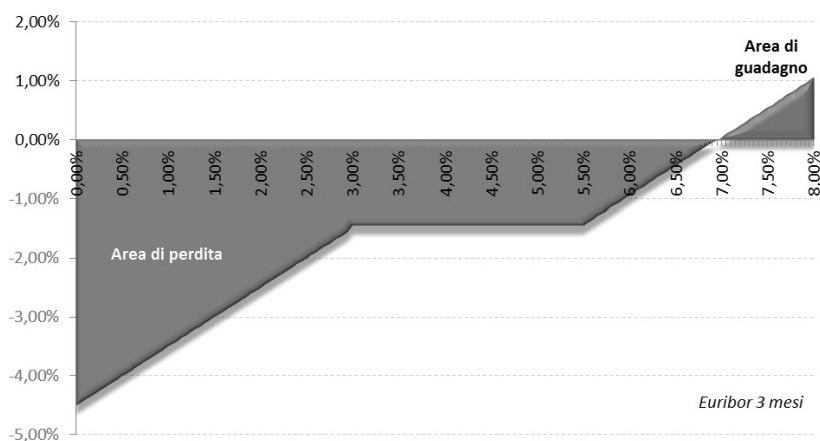
Esempio di condizioni contrattuali di un IRS rilevate nel contratto tra banca e cliente

I pagamenti (i c.d. flussi cedolari) tra banca e cliente sono previsti dal contratto a fine di ogni trimestre.

Nel grafico seguente è riportata l'analisi di scenario del contratto per diversi di valori del tasso Euribor 3 mesi.

Come si può osservare dalle condizioni contrattuali e dal grafico con lo scenario riferito ai termini del contratto IRS in esame, il cliente ha un vantaggio, ossia a fine trimestre paga meno di quanto riceve dalla banca solo se il tasso Euribor supera il 6,94%.

In tutti gli altri casi, il cliente è sempre in perdita, ossia paga alla banca più di quanto la banca gli paga e viene così meno il beneficio dei finanziamenti a tasso variabile che ci sarebbe stato senza tale copertura.



Relazione tra andamento dell'Euribor e la cedola netta a carico o a favore del cliente

La soglia (6,94%) oltre la quale lo strumento inizia a generare flussi positivi in favore del cliente, risulta essere estremamente elevata tanto da risultare scarsamente ipotizzabile un suo superamento.

In definitiva si tratta di un IRS con una struttura molto complessa e decisamente speculativa (rientra tra i derivati c.d. esotici) non idonea a fronteggiare il rischio di aumento dei tassi, caratterizzata da:

- differenti pagamenti a tasso fisso da parte della società correlati a rilevazioni dell'Euribor 3M sotto o sopra predefinite percentuali con una struttura articolata su 3 differenti periodi temporali;
- differenti pagamenti a tasso variabile all'interno di un corridoio (*collar*) di tassi Euribor3M, sempre con una struttura articolata su 3 differenti periodi temporali;

- comporta rischio rialzo volatilità dell'Euribor3M e rischio *digital* ossia rischio di “salto” nel pagamento, come evidenzia il grafico.

Inoltre:

- il capitale **nozionale** rimane fisso in tutto l'arco di tempo del contratto, a fronte di un finanziamento che viene via via ammortizzato;

- la struttura del derivato comporta che la banca paghi al tasso euribor 3 mesi, un tasso quindi che non copre lo spread sull'euribor previsto, come di norma, nel finanziamento sottostante.

Si propone qui di seguito la segmentazione del calcolo rappresentativo del *fair value* del contratto **alla data della stipula**.

Tale calcolo, svolto dal cliente della banca e raccordato con il calcolo della banca, è stato effettuato sul supporto informatico del *data provider* (Bloomberg o Reuters) che contiene –per i vari periodi in esame– i parametri di mercato che formano a) la “*forward curve*”, la curva dei tassi attesi 3mesi Euribor, b) la *discount curve* per l'attualizzazione, e c) i correttivi per la *volatility*.

Il calcolo del valore attualizzato dei pagamenti attesi da parte del cliente alla banca e di quelli attesi dalla banca al cliente (e quindi il netto per differenza) è stato effettuato scomponendo il contratto in diversi “contratti elementari” per ciascuno dei 3 periodi in cui è stato articolato il contratto.

Ne è risultato un valore netto di € 2.094 che dovrebbe essere rappresentativo della remunerazione implicita della banca (il *mark-up* MUP) della banca, in quanto il *fair value* alla data della stipula dello *swaps* è per definizione pari a zero.

Infatti, come si può osservare dalla tabella sottostante e da quella delle condizioni contrattuali, la banca ha pagato al cliente all'atto della stipula un *upfront* di € 572.879 per portare il valore quasi a zero (lasciando una modesta differenza a suo favore, si presume a titolo di MUP implicito).

Per il cliente questo *upfront* si è –certamente– concretizzato in una immediata entrata di cassa, ma che purtroppo è stata funzionale a far fronte ad una uscita di cassa nei confronti della banca di pari importo per estinguere anticipatamente un precedente IRS, il cui MtM (rappresentativo del *fair value* alla data di chiusura) risultava per l'appunto a credito della banca e a debito del cliente proprio per € 572.879,38 (*unwinding*).

In tal modo il cliente poteva evitare di subire un immediato esborso finanziario, ma si accollava, “riportandolo a nuovo” un considerevole rischio finanziario per gli anni futuri.

Data inizio contratto e stipula	18/12/2006	
Pagamenti attesi da Cliente S.p.A.		
Tasso fisso 4,39%	18/12/2006 - 16/06/2008	€ 324.079,46
Option Digital Floor 2,95%; coupon 0,11%	€ 16,47	
Option Cap 2,95%	€ 74.074,41	
(-) Option Cap 4,50%	-€ 797,70	
Tasso fisso 4,44%	16/06/2008 - 16/06/2010	€ 408.505,31
Option Digital Floor 3%; coupon 0,06%	€ 517,66	
Option Cap 3%	€ 90.345,15	
(-) Option Cap 5%	-€ 4.035,41	
Tasso fisso 4,44%	16/06/2010 - 16/06/2016	€ 1.044.560,27
Option Digital Floor 3%; coupon 0,06%	€ 2.919,82	
Option Cap 3%	€ 292.518,07	
(-) Option Cap 5,50%	-€ 37.875,47	
MtM totale pagamenti Cliente S.p.A.	€ 2.194.828,04	
Pagamenti attesi da Banca S.p.A.		
Euribor 3 mesi	16/12/2006 - 16/06/2016	€ 1.619.854,28
Upfront	28/02/2007	€ 572.879,38
MtM pagamenti Banca S.p.A.	€ 2.192.733,66	
MtM netto (Fair value?) alla data della stipula	€ 2.094,38	

Segmentazione del computo del valore dell'IRS alla data della stipula

Da questo caso di studio si possono trarre indicazioni (alla luce anche della normativa MIFID), che integrano quelle proposte a conclusione del capitolo 5.1 del quaderno:

- Ottenere dalla banca alla stipula del contratto in modo trasparente e distinto sia il suo compenso (il *mark-up*), sia il computo del *fair value* che deve risultare pari a zero e diversamente richiedere l'upfront necessario

per neutralizzare il valore iniziale.

- Fare confronti con *pricing* offerti da altre banche.
- Evitare o perlomeno gestire con cautela e consapevolezza l'eventuale rinegoziazione a più riprese del contratto derivato, laddove il contratto in essere viene estinto anticipatamente e sostituito da un nuovo contratto proposto dalla banca al cliente, nell'intento di prolungarne la durata, confidando in eventi futuri che possono in qualche modo neutralizzare o ridurre la perdita, magari attraverso formule contrattuali più sofisticate e più rischiose.
 - Il nozionale derivato deve approssimare il debito coperto e avere caratteristiche analoghe (finanziamento *bullet* o *amortizing*); evitare coperture per masse di debiti (c.d. *macrohedging*).
 - La scadenza del derivato non deve eccedere quella del finanziamento coperto.
 - Il tasso "parametro banca" deve essere uguale o comunque correlato al tasso del finanziamento coperto.
 - Periodicamente e almeno a fine anno, in occasione delle contabilizzazioni in bilancio, ottenere dalla banca il conteggio dettagliato del *fair value* e confrontarlo con il conteggio effettuato dall'azienda cliente con il supporto di un perito indipendente e chiarire le eventuali discordanze anche ai fini delle procedure di revisione legale dei conti.

9.3. Appendice 3.

Glossario dei principali termini tecnici utilizzati nelle diverse tematiche del *cash management&control*

9.3.1. Glossario dei principali termini utilizzati nella gestione di tesoreria

1. Cash flow o Flussi di cassa

Differenza tra posizione finanziaria netta (pfn) a due differenti date (per esempio se la pfn a fine anno è pari a -1.000 e a inizio anno è -400, si ha un cash flow pari a -600). Il termine cash flow impropriamente anche utilizzato per rappresentare i flussi di capitale circolante netto (flussi finanziari) generati dalla gestione corrente e pari al risultato netto di esercizio più ammortamenti e altri accantonamenti senza una contropartita di natura finanziaria come accantonamento per tfr, svalutazione crediti, ecc.; si parla infine di free cash flow se al netto degli investimenti.

2. Posizione finanziaria netta

Somma algebrica tra crediti e debiti verso banche e assimilati. Si può distinguere in posizione finanziaria netta a breve quando sono esclusi i finanziamenti attivi e passivi a medio lungo termine e posizione finanziaria netta a medio lungo termine quando comprende solo questi ultimi.

3. Metodo di calcolo del cash flow

Si dice **metodo diretto** quello basato su rilevazioni dirette e analitiche in corso d'anno di incassi ed esborsi distinti per causale

Si dice **metodo indiretto** quello desunto dall'analisi delle differenze nello stato patrimoniale, riclassificato in struttura finanziaria distinguendo le differenze a due differenti date tra fonti finanziarie (per esempio una riduzione dei crediti o del magazzino) e impieghi (per esempio aumento delle scorte o investimenti in impianti o riduzione dei debiti verso fornitori).

Il totale delle differenze (da cui sono escluse le componenti della posizione finanziaria netta) si deve bilanciare con la variazione nelle posizione finanziaria netta.

4. Capitale circolante netto

Attività correnti meno passività a breve. Il capitale circolante “strictu sensu” è dato sempre da attività a correnti – passività a breve, ma vengono escluse le attività e passività di natura finanziaria (crediti e debiti verso banche e assimilati).

5. D.S.O. – durata media dei crediti

(Totale esposizione vs. clienti/Ricavi) x 365.

Calcolo alternativo: se crediti a fine aprile 200, ricavi di aprile 150, di marzo 50, i giorni medi sono pari a 45,5 (tutti i giorni di aprile più metà di quelli di marzo)

6. Scoring cliente

Punteggio dato ai clienti (di norma da 1 a 4) per classificarli in base al livello di solvibilità.

L'algoritmo sui cui si basa lo scoring è costruito su informazioni interne all'azienda e informazioni esterne ottenute da agenzie di informazioni sugli indicatori di solvibilità delle imprese tratte da camere di commercio, tribunali, ecc. Gli ordini dei clienti con scoring oltre il 2 o il 3 vengono bloccati.

7. Fido cliente

Importo oltre al quale non è più concesso credito al cliente e gli eventuali ordini successivi vengono bloccati; di norma è calcolato moltiplicando i giorni di fido concesso per i pagamenti degli ultimi 12 mesi /365. I giorni di fido sono pari ai giorni di dilazione contrattuale più un x% stimato in base a informazioni esterne e interne sulla solvibilità del cliente (% di insoluti, giorni di ritardo sulle rimesse dirette, ecc.). Il fido è uno strumento alternativo o complementare allo scoring del cliente.

8. Durata media delle scorte

Giorni di anzianità scorte: $(\text{Magazzino} / \text{Ricavi}) \times 365$ oppure $\text{Magazzino} / \text{acquisti} \times 365$; si può calcolare con riferimento alle quantità o ai relativi valori di costo.

Giorni di copertura scorte: se le scorte a fine maggio sono 300, il costo del venduto previsto di giugno è 150 e quello di luglio pure 150, i giorni medi sono pari a 61(30 di giugno + 30 di luglio).

10. Durata media dei debiti

$\text{Debiti} / \text{Ricavi} \times 365$ oppure $\text{debiti} / \text{Acquisti} \times 365$

11. Ciclo economico

Giorni di durata media scorte (dall'entrata merce all'uscita del prodotto finito).

12. Ciclo monetario

Giorni di durata media (scorte + crediti)
 $(\text{Magazzino} + \text{crediti} - \text{debiti}) / \text{Ricavi} \times 365$

13. Ciclo finanziario

Giorni di durata media (scorte + crediti – debiti commerciali) pari all'intervallo di tempo che intercorre tra il regolamento del prezzo-costi delle materie prime acquisite e la riscossione del prezzo-ricavo di vendita del relativo prodotto finito.

14. Cash pooling

Tecniche per riunire in una unica posizione finanziaria e saldi creditori e debitori di più conti correnti bancari relativi a un'azienda o a più società appartenenti a un gruppo. Permette di ottimizzare il carico di oneri finanziari, ridurre l'utilizzo di fidi bancari e l'ammontare delle commissioni disponibilità fondi (già commissioni di massimo scoperto).

9.3.2. Glossario di alcuni principali termini nelle operazioni in derivati

1. Arbitraggio

Acquisto di un prodotto in un mercato e sua vendita in un altro mercato.

2. Cap

Cap è un contratto con cui l'acquirente, dietro pagamento di un premio, acquista il diritto a ricevere dal venditore alla fine di ogni periodo di riferimento, un importo pari alla differenza del prodotto fra un tasso variabile di mercato (LIBOR o altri) e un capitale nozionale e quello ad un tasso prefissato, al contrario del Floor; perciò il venditore del cap paga il differenziale nel caso che il cap rate sia minore del tasso di mercato.

3. Collar

E' un contratto Swap su tassi costituito dalla combinazione fra l'acquisto di un Cap e la contestuale vendita di un Floor. Il Collar permette di contenere le oscillazioni del parametro di riferimento (per es. Euribor 6 mesi) all'interno di un corridoio delimitato in alto dal livello strike del Cap e in basso dal livello strike del Floor.

4. Coupon Swap

Presenta una gamba fissa e una variabile.

5. Curva Yield

Curva dei rendimenti.

6. Curva Zero

Esprime le relazioni tra i tassi spot e le varie scadenze.

7. Derivato

Contratto finanziario che deriva da un precedente contratto come per esempio un contratto di vendita in valuta estera o un contratto di finanziamento. Sovente è usato come sinonimo di Swap e viceversa.

8. Euribor

Come Libor ma scambiato sulla piazza di Francoforte.

10 Fixed rate payer

E' il cliente della banca ossia l'acquirente dello swap. Ha aspettative

rialziste in quanto beneficia di un flusso netto positivo se i tassi aumentano.

11. Floating rate payer

E' la banca ossia il venditore dello swap.

12. Fair value

E' il valore di un contratto swap, è l'importo che rende equivalenti i valori attesi attualizzati dei flussi di cassa (*cash flows*) scambiati dalle parti

13. Floor

Floor è un contratto con cui l'acquirente, dietro pagamento di un premio, acquista il diritto a ricevere dal venditore alla fine di ogni periodo di riferimento, un importo pari alla differenza tra un capitale nozionale per un tasso prefissato e un tasso variabile di mercato (LIBOR o altri); di conseguenza il venditore del floor paga il differenziale se il *floor rate* è maggiore del tasso di mercato.

Tale contratto è indicato per un operatore economico avente un debito a medio-lungo termine a fisso e che si vuole coprire dal rischio di ribasso dei tassi

14. Gamba

Parte del contratto swap in cui si struttura il pagamento delle cedole in capo ad una delle parti; gamba pagabile dal cliente riguarda il pagamento delle cedole in capo alla banca e così gamba pagabile dal cliente riguarda il pagamento delle cedole in capo al cliente. Per ciascuna gamba è possibile calcolare il relativo MtM.

15. IRS

Swap sui tassi di interesse finalizzato a coprire il rischio tassi in presenza di tassi variabili. Tale contratto consiste nello scambio tra le parti di flussi di cassa applicando ad uno stesso capitale nozionale 2 diversi tassi di interesse: il **tasso fisso** stabilito alla data di stipula del contratto e **tasso variabile** ridefinito ad ogni data di osservazione delle cedole.

16. Hedging

Copertura. Si contrappone al concetto di speculazione.

17. Hedging costs (HC)

Costi di copertura sostenuti dalla banca.

18. In the money

Posizione di guadagno.

19. Libor

Tasso interbancario a breve sulla piazza londinese “London Inter Bank Offered Rate”. E’ un tasso quasi privo di rischio.

20. Market to market (MtM)

Prezzo del derivato, ossia valore atteso dei flussi cedolari attualizzati alla data della stipula del contratto. Esso dipende dai parametri utilizzati (curva dei rendimenti yield, volatilità dei caps e dei floor, correlazioni tra i tassi...). Il fair value e relativi aggiornamenti annuali ai fini della contabilizzazione in bilancio si basano di norma sull’MtM.

21. Mark-up (MUP)

Margini di remunerazione della banca sui derivati. La regolamentazione MIFID prevede che il mark-up sia evidenziato e comunicato al cliente in modo distinto dal fair value alla data di stipula contrattuale del derivato.

22. Nozionale

E’ il capitale di riferimento per l’IRS e non è oggetto di scambio tra le parti. In presenza di contratto NON speculativo, dovrebbe approssimare il valore del finanziamento i cui oneri finanziari sono oggetto di copertura.

23. Nozionale bullet

Nozionale senza ammortamento, mentre il finanziamento sottostante è ovviamente soggetto a piano di ammortamento. In tali casi aumenta negli anni via via il differenziale tra capitale nozionale e il debito finanziario oggetto di copertura e di conseguenza aumenta il rischio del derivato IRS o perlomeno la sua utilità/efficacia, in quanto viene meno via via meno il debito finanziari e quindi –a parità di tassi - i relativi interessi oggetto di copertura.

24. Out of the money

Posizione in perdita.

25. Opzion Digital floor

Comporta una struttura a salti nei pagamenti del cliente. Quindi più rischiosa: rischio di salto nel pagamento cedolare qualora l’Euribor scenda

sotto determinate scioglie (strike).

26. Over the Counter (OTC)

Mercati non regolamentati alternativi alle borse vere e proprie. Sono creati da istituzioni finanziarie o professionisti tramite reti telematiche. Assenza di prezzi di riferimento generati da mercati efficienti e liquidi. Spesso clausole complesse che rendono difficile la stima del fair value e la valutazione del profilo di rischio/rendimento.

27. Payment date

Date intermedie alle quali vengono scambiati gli interessi.

28. Pay-off

Formula matematica che definisce ex ante il valore attuale, ossia il saldo dei pagamenti che le controparti di uno Swap si impegnano ad eseguire nel corso della vita del contratto. **Ovvero il risultato finanziario o saldo tra il valore del derivato e quello del bene sottostante.**

29. Contratti PAR

Le prestazioni delle due controparti sono agganciate al livello dei parametri (es. tassi di interesse) correnti alla data di stipula del contratto, contratto che ha valore pari a zero per entrambe le parti.

30. Contratti NON PAR

Presentano alla data della stipula del contratto un valore di mercato negativo per una delle due controparti. (di prassi il cliente della banca), poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei parametri (es. tassi di interesse). I termini finanziari vengono in tali casi riequilibrati con il pagamento di una somma di denaro *upfront* alla controparte penalizzata, riportando il valore del contratto all'atto della stipula pari a zero per entrambi i contraenti.

31. Plain vanilla

E' –in gergo– la versione standard, ossia con caratteristiche prestabilite senza possibili opzionalità, la più semplice che si contrappone ai contratti più complessi detti esotici.

Per la Consob uno swap per essere *plain vanilla* deve (1) avere per durata un numero intero di anni, (2) scambia flussi a tasso di interesse variabile con flussi a tasso fisso e (3) il nozionale resta costante per tutta la durata del contratto.

32. Sottostante

Riguarda la posizione che si vuole coprire con un derivato. Nel caso degli interest rate *swaps* riguarda per lo più il tasso di interesse variabile e il prestito bancario a cui è applicato.

33. Unwinding

Ammontare corrisposto da una delle parti per cancellazione anticipata del contratto.

34. Upfront

Importo riconoscibile - in data stipula contratto - dalla banca al cliente per rendere il contratto equo qualora MtM negativo per cliente, ossia MtM dei pagamenti in capo cliente superiori MtM dei pagamenti in capo banca. L'*upfront* rende nullo (alla data di stipula) il valore del derivato il cui contratto diventa quindi in equilibrio tra le parti.

35. Vega "V"

Misura della volatilità dei tassi attesi.

36. Zero-coupon swap

La gamba fissa paga in una unica soluzione alla scadenza.

37. Zero Rate

E' il tasso di interesse relativo ad un finanziamento per il quale capitale ed interessi sono liquidati a scadenza senza pagamenti intermedi di cedole.

10. BIBLIOGRAFIA

- A.A. vari, Enterprise Risk Management, Amministrazione & Finanza ORO, Ipsoa Editore, Milano 2007.
- APPETTITI C., RUBINI P., La gestione della tesoreria internazionale, Futura 2000 Editrice, Roma, 1992.
- BAJO E., Rischi finanziari delle imprese. Politiche di copertura, modelli ed evidenze empiriche, Franco Angeli, Milano, 2013.
- BELLI M., FACILE E., MEDIOLI G., Credito per le PMI. Come farsi finanziare l'azienda dalle banche, IlSole24Ore, Milano, 2012.
- BIANCHI M., GABOSSO F., Finanza competitiva, Guerini e associati, Milano, 1992.
- BREALEY R.A., MYERS S. C., Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Italia, Milano, 1990.
- CAMUSSONE P.F., Il check-up dei sistemi informativi, Etas libri, Milano, 1988.
- CAPPELLOTTO R., Elementi di finanza aziendale, Giappichelli Editore, Torino, 2004.
- CONTI C. Facile E., L'utilizzo dei prodotti derivati nelle imprese italiane: come evitare vecchi errori, in La Valutazione delle Aziende n. 37 giugno '05, Egea, Milano, 2005.
- CULASSO F., Gestione del rischio e controllo strategico, Giappichelli Editore, Torino, 2009.
- DALLOCCHIO M., SALVI A.; Finanza aziendale, Egea, Milano, 2011.
- D'AMBROSIO C., HODGES D. S. Esercizi di finanza aziendale dal manuale di Brealey, Myers, Sandri, McGraw-Hill Italia, Milano 1999.
- DAMODARAN A., ROGGI O., Elementi di finanza aziendale e risk management, Maggioli Apogeo, Milano, 2016.
- DEL POZZO A., LOPREVITE S., MAZZU' S., Il rischio di liquidità come "driver" del rischio finanziario. Un modello interpretativo basato sul tempo, Franco Angeli, Milano, 2014.
- DUNBAR N., Quei diavoli di derivati. Bugie e segreti dello strumento finanziario più controverso, Egea, Milano, 2011.

- DURBIN M., All About Derivates, McGraw Hill, New York, 2011.
- FLOREANI A., Introduzione al risk management, Etas libri, Milano, 2005.
- GERVASONI A., Dieci lezioni di finanza d'impresa, Guerini Editore, Milano, 2014.
- GIAMPAOLI A. Banca Impresa, Egea, Milano, 2000.
- GIANNOZZI A., Fair value disclosure, rischio di liquidità e rendimenti azionari. Un'analisi empirica, Franco Angeli, Milano. 2014.
- GIOVANELLI D., MASINELLI F., Guida alla tesoreria aziendale, procedure e tecniche operative. Ipsoa Editore, Milano 2013,
- GIRINO E.; I contratti derivati, Giuffrè Editore, Milano, 2010.
- GUALTIERI P., Teoria dell'intermediazione finanziaria, Egea Editore, Milano, 2016.
- LENOCI F., ROCCA E., Il rendiconto finanziario con CD-ROM, Ipsoa Editore, Milano, 2016.
- LOMBARDI L., PENNICA M., Manuale di finanza per manager non finanziari, Franco Angeli, Milano, 2013.
- MANCA F, Controllo della liquidità nelle PMI, Ipsoa Editore, Milano, 2016
- MARIANI C., SILVA A., Il controllo del flusso di cassa. Come prevedere e gestire il cash flow per la solidità finanziaria dell'impresa, Franco Angeli, Milano, 2014.
- MASSARI M., Finanza aziendale: principi di analisi finanziaria, EGEA, Milano, 1997.
- METELLI F., Il rischio finanziario, origine e strumenti derivati, IlSole24Ore Libri, Milano, 1995.
- MIFID2 "Markets in Financial Directive": Directive 2014/65/eu che aggiorna la Direttiva 2004/39/eu MIFID1, recepita dalla delibera Consob del 29.10.2007e succ.) e documenti di supporto emessi dalla Commissione Europea nel 2016.
- MIFIR – Regulation Eu 600/2014 on "Market Financial Instruments" e successivi supporti emessi dalla Commissione Europea nel 2016
- MOROSINI F., Il budget finanziario nell'impresa industriale, Franco Angeli, Milano, 1981.
- MISHKIN F. S., EAKINS S.G., Forestieri G., Istituzioni e mercati finanziari, Perason Paravia Bruno Mondadori Editore, Milano, 2007.
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, Principi Contabili, OIC XX: Strumenti finanziari derivati, bozza per la consultazione, 2016.
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità,, OIC 10: Rendiconto finanziario, bozza per la consultazione, 2016.

- ORIANI. M., Capire e gestire i rischi finanziari, Convegno ODCEC del 25.10.2011.
- RENOLDI A., Elementi di pianificazione e controllo finanziario nelle imprese industriali, Giuffrè Editore, Milano 1984.
- RUSSO P., La dimensione economico-finanziaria nel governo dell'impresa, Rizzoli Etas, Milano 2012,
- SHEFRIN H., Finanza aziendale comportamentale, Apogeo, Milano 2007.
- WATSON D., HEAD A., Finanza aziendale, principi e pratica, Pearson Italia, Milano 2016.
- WESTON J.F., BRIGHAM E. F., Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1974.

NUMERI PUBBLICATI

Anno 2007

- nr. 1 L'amministrazione nelle S.r.l. • *Simone Allodi*
- nr. 2 Lo Statuto dei diritti del contribuente • *Alessandro Turchi*
- nr. 3 Finanziamento dei Soci • *Giorgio Zanetti*
- nr. 4 Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • *Paolo Brecciaroli*
- nr. 5 Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • *Marco Grumo*
- nr. 6 La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • *Gian Gaetano Bellavia*
- nr. 7 Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • *Roberta Provasi, Daniele Bernardi, Claudio Sottoriva*
- nr. 8 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Ernersto Franco Carella*
- nr. 9 L'introduzione dei Principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • *Mario Difino*
- nr. 10 La governance delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • *Ciro D'Aries*
- nr. 11 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • *Ambrogio Picolli*
- nr. 12 Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di *Adriano Propersi*
- nr. 13 Le parti e la loro assistenza in giudizio • *Mariacarla Giorgetti*

Anno 2008

- nr. 14 Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs n. 139 del 28 giugno 2005 • a cura della Commissione *Albo, Tutela e Ordinamento a 2005-2007*
- nr. 15 Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della Commissione *Normative Comunitarie 2005-2007*
- nr. 16 Elementi di procedura civile applicati alle impugnazioni del processo tributario • *Mariacarla Giorgetti*
- nr. 17 Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro: il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento • *Carlo Arlotta*

- nr. 18 Controlled Foreign Companies Legislation: Analisi comparata negli stati comunitari • *Sebastiano Garufi*
- nr. 19 Il codice di condotta EU: Finalità e analisi comparativa a livello europeo • *Paola Sesana*
- nr. 20 Il dottore commercialista e la pianificazione e il controllo nella PMI • *Aldo Camagni, Riccardo Coda, Riccardo Sclavi*
- nr. 21 La nuova relazione di controllo contabile (art. 2409-ter del Codice Civile) • *Daniele Bernardi, Gaspare Insando, Maria Luisa Mesiano*

Anno 2009

- nr. 22 L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option? • *Vito Marraffa*
- nr. 23 Norme ed orientamenti rilevanti della Revisione Contabile • *Maria Luisa Mesiano, Mario Tamborini*
- nr. 24 Gli accordi giudiziali nella crisi d'impresa • *Cesare Zafarana, Mariacarla Giorgetti, Aldo Stesuri*
- nr. 25 Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento • *Francesco Grasso, Paolo Terazzzi*
- nr. 26 Conciliazione e mediazione: attualità legislative e profili operativi • *Aldo Stesuri*

Anno 2010

- nr. 27 La crisi d'impresa - L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art. 67, 3° comma, lettera d) L.F. • *Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali*
- nr. 28 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) seconda edizione • *Ambrogio Picolli*
- nr. 29 L'arbitrato - Analisi e commenti dalla recente prassi • *Commissione Arbitrato - a cura di Alessandro Augusto*
- nr. 30 Il bilancio di sostenibilità delle multiutilities: esperienze a confronto • *Commissione Bilancio Sociale - a cura di Francesco Randazzo, Cristiana Sehana, Gabriele Badalotti, Eros A. Tavernar*
- nr. 31 La riforma della revisione legale in Italia: una prima analisi del D.Lgs. 39 del 27 gennaio 2010 • *Commissione Controllo Societario - Gruppo di lavoro: Daniele Bernardi, Antonella Bisestile, Alessandro Carturani, Annamaria Casasco, Gaspare Insando, Luca Mariani, Giorgio Morettini, Marco Moroni, Gianluca Officio, Massimiliano Pergami, Roberta Provasi, Marco Rescigno, Claudio Sottoriva, Mario Tamborini*
- nr. 32 Obbligo P.E.C. - Opportunità e problematiche per gli studi professionali • *Commissione Informatica e C.C.I.A.A. - Gruppo di lavoro: Fabrizio Baudo, Davide Campolunghi, Filippo Caravati, Alberto De Giorgi, Gianluca De Vecchi, Pietro Longbi, Daniele Tumietto*
- nr. 33 Nuova tariffa professionale - Commento alle modifiche intervenute • *Mario Tracanella*

Anno 2011

- nr. 34 Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS • *Riccardo Bauer, Claudia Mezzabotta*
- nr. 35 Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia • *Commissione Finanza e Controllo di Gestione - Gruppo di lavoro: Carlo Arlotta, Franco Bertoletti, Elisabetta Coda Negozio, Carlo Pesaro, Giorgio Venturini*
- nr. 36 La mediazione civile – Novità normative e contesto operativo • *Gruppo di studio Commissione Mediazione e Conciliazione - a cura di Maria Rita Astorina e Claudia Mezzabotta*
- nr. 37 La mediazione civile – Le tecniche di gestione dei conflitti • *Gruppo di studio Commissione Mediazione e Conciliazione - a cura di Maria Rita Astorina e Claudia Mezzabotta*
- nr. 38 Caratteri e disciplina del concordato fallimentare • *Carlo Bianco, Mariacarla Giorgetti, Patrizia Riva, Aldo Stesuri, Cesare Zafarana*
- nr. 39 Remunerare gli amministratori - Compensi incentivi e governance • *Gianluigi Boffelli*

Anno 2012

- nr. 40 Scritti di Luigi Martino • *Comitato Editoriale - a cura di Gianbattista Stoppani e Dario Velo*
- nr. 41 Aspetti fiscali delle operazioni straordinarie per i soggetti IAS/IFRS • *Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di Emanuela Fusa*
- nr. 42 L'accertamento tecnico dell'usura per le aperture di credito in conto corrente • *Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni - a cura di Marco Capra, Roberto Capra*
- nr. 43 Il nuovo concordato preventivo a seguito della riforma • *Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali*
- nr. 44 Introduzione all'Istituto del Trust • *Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni*
- nr. 45 Ambiti di applicazione del Trust • *Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni*

Anno 2013

- nr. 46 Arbitro Bancario Finanziario • *Commissione Metodi ADR*
- nr. 47 Il rischio di continuità aziendale nel bilancio IAS ed in quello OIC • *Commissione Principi Contabili - a cura di Girolamo Matranga*
- nr. 48 La mediazione civile nelle liti fra soci: profili giuridici ed efficacia negoziale • *Commissione Metodi ADR - a cura di Maria Rita Astorina, Marcella Caradonna*
- nr. 49 La fiscalità della produzione nelle fonti di energie rinnovabili • *Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di Federica Fiorani*
- nr. 50 Il modello GBS 2013: lo standard italiano per la redazione del Bilancio Sociale • *Commissione Bilancio Integrato - a cura di Claudio Badalotti, Dario Velo, Gabriele Badalotti*

Anno 2014

- nr. 51 I regolamenti applicativi del D.Lgs. 39/2010 sulla revisione legale dei conti emanati dal MEF • *Commissione Controllo Societario*
- nr. 52 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Commissione Cassa Previdenza Dottori Commercialisti - a cura di Ernesto Carella*
- nr. 53 Comunicare con Investitori e Finanziatori: il ruolo del Business Plan • *Commissione Finanza e Controllo di Gestione - a cura di Francesco Aldo De Luca e Alessandra Tami*
- nr. 54 La Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio e consolidati. – Novità e riflessi sulla disciplina nazionale • *Commissione Principi Contabili - a cura di Tiziano Sesana*
- nr. 55 Gli obblighi di sicurezza nei luoghi di lavoro • *Commissione Lavoro - a cura di Monica Bernardi, Bernardina Calafiori, Gabriele Moscone, Patrizia Rossella Sterza, Sergio Vianello*
- nr. 56 Le Start-up innovative • *Commissioni Start-up, Microimprese e Settori Innovativi e Diritto Tributario Nazionale - a cura di Antonio Binacchi e Alessandro Galli*

Anno 2015

- nr. 57 Il Concordato preventivo: riflessioni teoriche • *Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali - a cura di Giannicola Rocca*
- nr. 58 Il Concordato preventivo: esperienze empiriche • *Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali - a cura di Giannicola Rocca*
- nr. 59 Il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi. Il contributo del business plan • *Commissione Finanza e Controllo di Gestione - a cura di Carlo Arlotta, Salvatore Carbone, Francesco Aldo De Luca, Alessandra Tami*
- nr. 60 La collaborazione volontaria. Idiversi perchè di una scelta (quasi) obbligata • *Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni - a cura di Marco Salvatore, Paolo Ludovici, Fabrizio Vedana*
- nr. 61 Relazione di revisione. Le novità al giudizio sul bilancio introdotte dagli ISA Italia • *Commissione Controllo Societario - a cura di Daniele Bernardi, Gaspare Insaudo, Luca Magnano San Lio, Claudio Mariani*
- nr. 62 Accertamento sintetico, redditometro e “redditest” • *Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di Alessandro Cerati*

Anno 2016

- nr. 63 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • terza edizione • *Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di Ambrogio Andrea Piccolli*
- nr. 64 Revisione della contabilità di condominio • *Gruppo di lavoro della Commissione Amministrazioni Immobiliari*
- nr. 65 Appunti per una cultura di parità • *Commissione Pari Opportunità - a cura di Grazia Ticozzelli*
- nr. 66 Dematerializzazione documentale: temi per la consulenza. Prima parte. Conservazione digitale. Evoluzione del quadro normativo • *Commissione Informatica CCLAA e Registro Imprese di Milano - a cura di Pietro Luca Agostini, Ruggiero Delvecchio, Davide Grassano, Giuseppe Mantese, Francesco Milano*

- **nr. 67** Dematerializzazione documentale: temi per la consulenza. Seconda parte. Fattura elettronica. Scenari • *Commissione Informatica CCLAA e Registro Imprese di Milano - a cura di Pietro Luca Agostini, Filippo Caravati, Paolo A. Catti, Claudio Rorato*
- **nr. 68** Il welfare aziendale. Dalla teoria alla pratica. • *Commissione Lavoro - a cura di Loris Beretta, Vittorio De Luca e Salvatore Vitiello*
- **nr. 69** Il bilancio integrato per le PMI. • *Commissione Bilancio Integrato*

Anno 2017

- **nr. 70** La normativa antiriciclaggio per i professionisti. - L'operatività del D.Lgs. 231/2007 e le indicazioni di matrice internazionale • *Commissione Antiriciclaggio - a cura di: Barbara Arbinì, Andrea Bignami, Antonio Fortarezza*
- **nr. 71** Sistemi di allerta interna. - Il monitoraggio continuativo del presupposto di continuità aziendale e la segnalazione tempestiva dello stato di crisi da parte degli organi di vigilanza e controllo societario - Guida in materia di sistemi di allerta preventiva • *Commissione Controllo Societario - a cura di: Daniele Bernardi, Massimo Talone*

finito di stampare
nel mese di giugno 2017

3LB srl
Osnago (LC)

nr. 72.

Il lavoro propone al commercialista (*advisor* o componente degli organi di controllo societari) alcune linee operative di riferimento per gestire e controllare la tesoreria aziendale, nell'intento di prevenire problemi e individuare soluzioni da discutere con il *management*.

Alla fine di ogni argomento trattato, sono indicati alcuni suggerimenti sulle azioni da sviluppare e su quelle da evitare, partendo sia da situazioni concrete, sia da riferimenti dottrinali.

Filo conduttore che lega tra di loro i vari capitoli sono i diversi aspetti dei rischi finanziari, rischi che non possono essere eliminati, ma contenuti, se ben identificati e gestiti nelle specifiche realtà aziendali: il quaderno offre numerosi spunti, anche attraverso esempi pratici, circa le possibili modalità operative e la strumentazione al riguardo.

Nell'appendice, infine, è delineata una possibile *check list* a supporto di un *audit* per stimare - in relazione ai reali fabbisogni aziendali - il grado di adeguatezza delle prassi di uso corrente nelle specifiche aziende per gestire e controllare la tesoreria.

Riccardo Coda, è componente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'ODCEC di Milano e, nel suo ambito, è stato responsabile del gruppo di lavoro sul Controllo di Gestione.

Ha maturato esperienze professionali in oltre 30 anni, prima come *financial controller* di grandi imprese, poi come dottore commercialista consulente d'azienda, con particolare attenzione al mondo delle PMI e con interventi sia di consulenza, sia operativi con il ruolo di *controller* a part time.

CTU presso la Sezione Banche del Tribunale Civile di Milano.

Ha scritto numerosi articoli su temi di finanza, pianificazione & controllo e organizzazione.

Insieme ad attività "sul campo", anche con la partecipazione a Comitati Direttivi e CdIA, svolge docenze in collaborazione con la SAF ODCEC Milano e altre istituzioni.