

PROF. ALBERTO TRON

INCARICATO DI FINANZA AZIENDALE PRESSO L'UNIVERSITÀ BOCCONI DI MILANO
INCARICATO DI REVISIONE CONTABILE PRESSO L'UNIVERSITÀ DI PISA
DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE LEGALE – PUBBLICISTA

**FLUSSI FINANZIARI E PERFORMANCE ECONOMICHE.
GLI ADEGUATI ASSETTI ORGANIZZATIVI NEL CODICE DELLA CRISI E
DELL'INSOLVENZA: UNA PROSPETTIVA AZIENDALISTICA**

INTERVENTO AL

TREASURY & FINANCE FORUM DAY 2019

BOLOGNA, 18 SETTEMBRE 2019



LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA/ANDAF
- LA RICERCA IN BREVE-

■ Ipotesi di ricerca

- Studio delle relazioni tra variabili di *cash flow* e indici di performance e *market value* delle società quotate italiane

■ Steps

- Selezione campione di 52 società *worst performing* tra le società industriali e di servizi quotate su Borsa Italiana
- Analisi dei loro *cash flow statements*
- Analisi di correlazione

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA (2012) - CAMPIONE -

Le *worst performing* (54 società) sono state selezionate sulla base dell'andamento di cinque parametri nel periodo **2004-2011**:

1. ROS (Return on Sales)
2. ROE (Return on Equity)
3. ROA (Return on Assets)
4. Market Value
5. Total Sales

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA/ANDAF
- IL RENDICONTO FINANZIARIO-

- I flussi finanziari presi in considerazione sono:
 1. Il flusso di capitale di circolante – FCC
 2. Il flusso di cassa della gestione caratteristica (*cash flow from operations*)

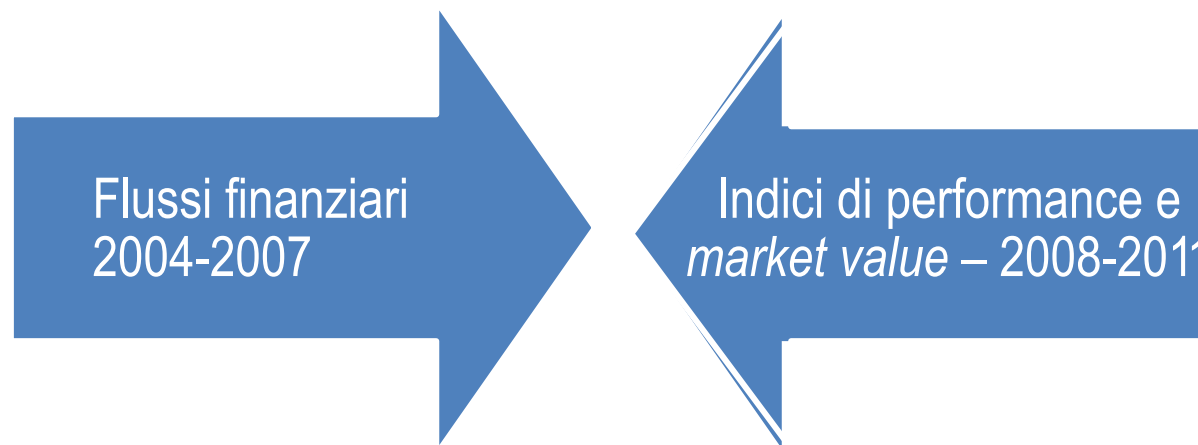
Inoltre è stata presa in considerazione la variazione del capitale circolante netto (VCCN).

Per ognuno dei flussi è stata calcolata la media della variazione annua tra il 2004 e il 2007

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA (2012) - CORRELAZIONE R PER RANGHI DI SPEARMAN CON TEST A DUE CODE -

Per vedere se i dati dei rendiconti finanziari sono relazionati con i dati di performance bisogna fare una correlazione di Spearman. L'idea della ricerca è capire se i flussi di cash degli anni 2004-2007 hanno influenzato in qualche modo, o hanno una relazione con l'andamento degli indici di profittabilità degli anni 2008-2011.

I valori di performance (ROI, ROS, ROE) e *market value* vengono posti in relazione con i valori del rendiconto finanziario.



LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA (2012)
- CORRELAZIONE R PER RANGHI DI SPEARMAN CON TEST A DUE CODE -

L'analisi è stata condotta con il metodo statistico della correlazione di rango di Spearman. Le correlazioni esaminate sono di seguito rappresentate:

La media delle variazioni per 2004-2007 del FCC	La media per 2008-2009 del ROS
La media delle variazioni per 2004-2007 del VCCN	La media per 2008-2009 del ROA
La media delle variazioni per 2004-2007 del FCGC	La media per 2008-2009 del ROE
La media delle variazioni per 2004-2007 del FCGO	Il valore del MV per 2008
La media delle variazioni per 2004-2007 del FCI	Il valore del MV per 2009

La successiva slide evidenzia come andamenti positivi del flusso di capitale circolante sono positivamente associati con i ROS, ROA e ROE medi del biennio 2008-2009.

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA/ANDAF
- ANALISI DI CORRELAZIONE DI SPEARMAN-

- Variazione del capitale circolante netto (media delle variazioni 2004-2007)

Variabile	Coefficiente di correlazione	Grado di confidenza
ROS (media 08-09)	-0.297	0.03
ROA (media 08-09)	-0.420	0.00
ROE (media 09-09)	-0.228	0.10
Market Value 2008	-0.137	0.32
Market Value 2009	-0.145	0.30

- Secondo i risultati il VCCN è correlato in maniera negativa con alcune variabili e il risultato presenta un alto grado di confidenza per il ROS e per il ROA



LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA/ANDAF
 - ANALISI DI CORRELAZIONE DI SPEARMAN-

1. Flusso di capitale circolante (media delle variazioni 2004-2007)
2. Andamenti positivi del flusso di capitale circolante sono positivamente associati con i ROS, ROA e ROE medi del biennio 2008-2009 e con il *market value*.

Variabile	Coefficiente di correlazione	Significatività (p-value)
ROS (media 08-09)	0.379	0.00
ROA (media 08-09)	0.397	0.00
ROE (media 09-09)	0.313	0.02
Market Value 2008	0.321	0.02
Market Value 2009	0.259	0.06

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA/ANDAF
 - ANALISI DI CORRELAZIONE DI SPEARMAN-

1. Flusso di capitale circolante (media delle variazioni 2004-2007)
2. Andamenti positivi del flusso di capitale circolante sono positivamente associati con i ROS, ROA e ROE medi del biennio 2010-2011 e con il *market value*.

	Variabile	Coefficiente di correlazione	Significatività (p-value)
	ROS (media 10-11)	0,438	0,00
	ROA (media 10-11)	0,387	0,00
	ROE (media 10-11)	0,400	0,00
	Market Value 2010	0,298	0,03
	Market Value 2011	0,293	0,03

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA (2012/13) - ANALISI DI CORRELAZIONE -

Flusso di capitale circolante (media delle variazioni 2004-2007)

Andamenti positivi del flusso di capitale circolante sono positivamente associati con i ROS, ROA e ROE medi del biennio 2008-2009

Variabile	Coefficiente di correlazione	Significatività (p-value)
→ ROS 08	0,407	0,0036
ROS 09	0,364	0,0092
ROA 08	0,389	0,0054
ROA 09	0,283	0,0428
ROE 08	0,216	0,1228
→ ROE 09	0,425	0,0024

LA RICERCA EMPIRICA DELL'UNIVERSITÀ DI PISA (2012/13) **- CONCLUSIONI -**

Dal lavoro emerge che il **trend del flusso di capitale di circolante** dal 2004 al 2007 è correlato con indicatori di performance e con il *market value* degli anni 2008-2009.

Il trend del flusso di cassa della gestione operativa è correlato con indici ROS e ROA degli anni 2010-2011

Le società quotate che nel passato hanno avuto trend negativi del flusso di circolante e del flusso di cassa operativo hanno avuto successivamente risultati peggiori rispetto alle altre società quotate e hanno resistito peggio all'impatto della crisi.

L'espansione del capitale circolante viene rilevata negativamente correlata con la redditività delle vendite e degli *assets* degli anni successivi nelle aziende campione.

Gli AAO ed il MOGC disciplinato dal DLgs 231/01 e la SOX

Negli anni si è notata una minore efficacia della normativa nazionale rispetto a quella statunitense in relazione alla normativa introdotta, rispettivamente, dal DLgs 231/01 e dalla SOX



La differenza di fondo deriva dal fatto che le **imprese nazionali** sono per la stragrande maggioranza (92%) ancorate in senso stretto alla figura del *dominus* che tendenzialmente è anche al governo dell'azienda mentre negli USA si osserva una situazione di tendenziale separazione tra l'assetto manageriale e quello societario/proprietario.

La naturale conseguenza è l'approccio diverso in caso di criticità aziendali in termini di autodiagnosi, riconoscimento degli errori, trasparenza delle informazioni, ecc.

Il novellato articolo 2086 cod civ.: qualche breve nota

Il novellato art. 2086 cod. civ. richiede dei presidi volti a governare, anticipare l'eventuale crisi dell'impresa ed il nuovo CCI impone agli organi di controllo (ciascuno per la propria area di competenza) alcuni obblighi marcati quali:

- Vigilare affinché l'organo amministrativo valuti costantemente **(a)** l'adeguatezza dell'assetto organizzativo ed amministrativo – contabile, **(b)** l'equilibrio finanziario ed **(c)** il prevedibile andamento della gestione

 **Il governo dell'impresa si poggia su questi tre elementi con un ottica prospettica e non consuntiva**

Il novellato articolo 2086 cod civ.

Anche i principi contabili nazionali (nella continua opera di convergenza con quelli internazionali) hanno introdotto l'**OIC 9** (*Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali ed immateriali*) e l'**OIC 11** (*Finalità e postulati di bilancio*) che individuano nei piani prospettici la base per la valutazione del mantenimento di alcune poste di bilancio ovvero la sussistenza della validità del presupposto della continuità aziendale.

L'azienda si deve dotare di una pianificazione strategica ed operativa almeno di breve termine

La redazione di un piano di sviluppo deve avere delle regole, dei pilastri che possono essere declinati diversamente a seconda della dimensione della azienda (grande/media/piccola) che sono fondamentalmente quattro.

Regole/pilastri per la redazione di un piano di sviluppo

1. **Pilastro organizzativo:** bisogna comprendere bene chi fissa le linee guida strategiche, chi individua le azioni operative per porre in essere le strategie, chi ne stima gli effetti (l'ideale sarebbe che a svolgere questo delicato incarico fosse qualcuno diverso dall'imprenditore), chi ne monitora l'andamento

2. **Pilastro delle regole per la costruzione del dato prospettico** (*assumptions – ISAE 3400*). Sarà importante verificare quale approccio viene adottato per la costruzione del piano (*top – down ovvero bottom – up*) in modo da poter valutare/validare le assunzioni di base contenute. In questa fase la verifica della “*compliance*” dell'organizzazione rispetto agli obiettivi “*target*” è cruciale (soprattutto in ottica di verifica se servono nuovi innesti in termini di competenze e capacità rispetto al nuovo business model eventualmente predisposto). Bisogna valutare fino a che punto l'obiettivo strategico fissato dal *dominus* sia raggiungibile dall'azienda

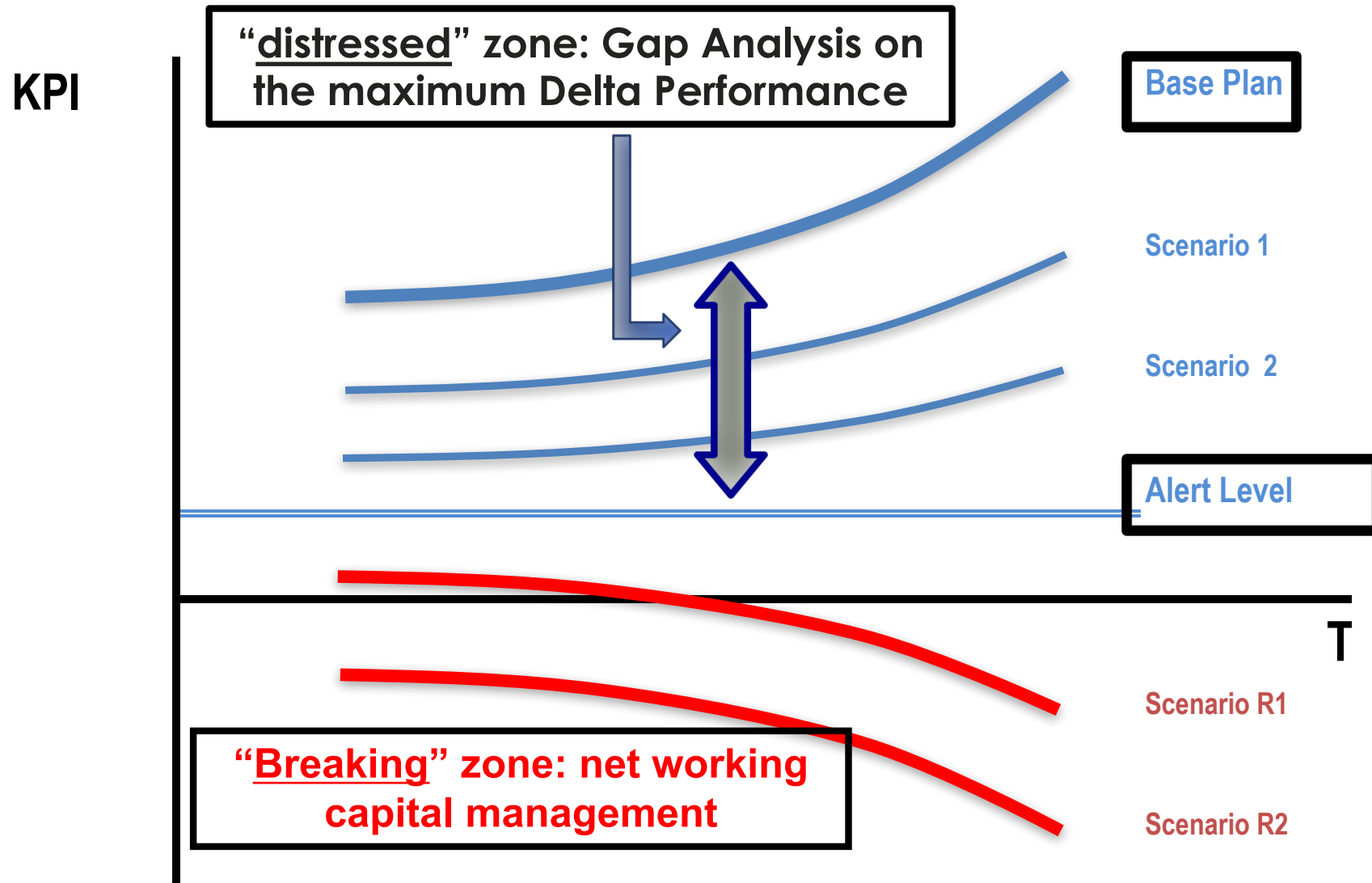
Regole/pilastri per la redazione di un piano di sviluppo

3. **Pilastro del «data quality»**, ossia la riconciliazione del dato di piano con il dato contabile/consuntivo. Se manca questa fase mancherà una sinergia tra piano e «*actual*» (realtà fattuale andamentale)

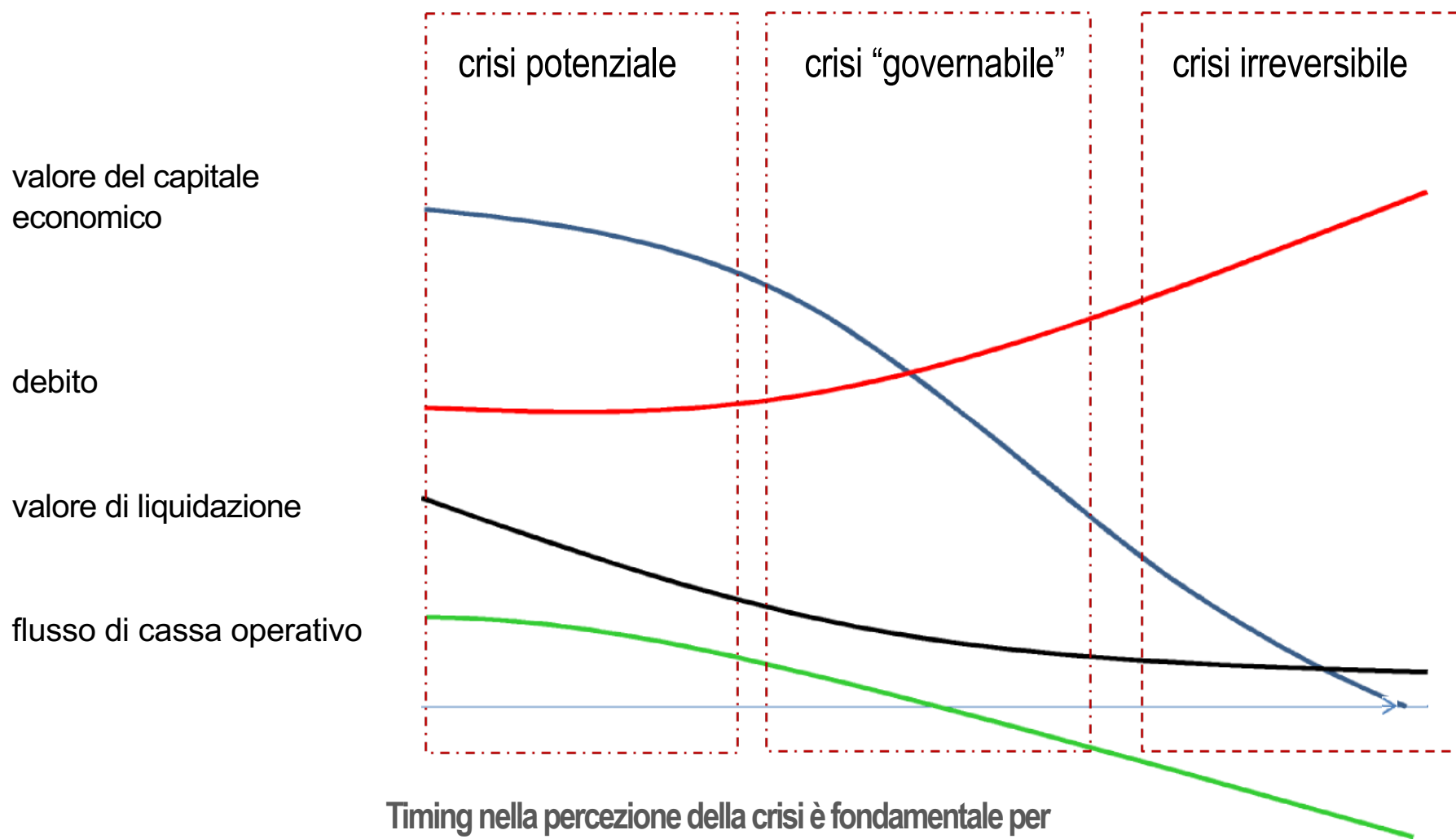
4. **Pilastro del monitoraggio**. Le *milestone*, gli obiettivi che devono essere raggiunti rispetto a ciò che si è realizzato è fondamentale per dare corso immediatamente ad azioni correttive (*recovery plan*) prima che si raggiunga la «*alert zone*» che precede la «rottura» del piano di sviluppo dell'azienda

Sotto questo profilo pare evidente che il legislatore ponga in capo all'organo di controllo questo tipo di attività – con particolare enfasi in quella relativa all'adeguato monitoraggio.

Monitoraggio del piano industriale



IL PERCORSO VERSO LA CRISI











Timing nella percezione della crisi è fondamentale per intervenire efficacemente (*early warnings/weak signals*)

Slides a cura del Prof. Stefano Zambon

Ricerca OCI 2016

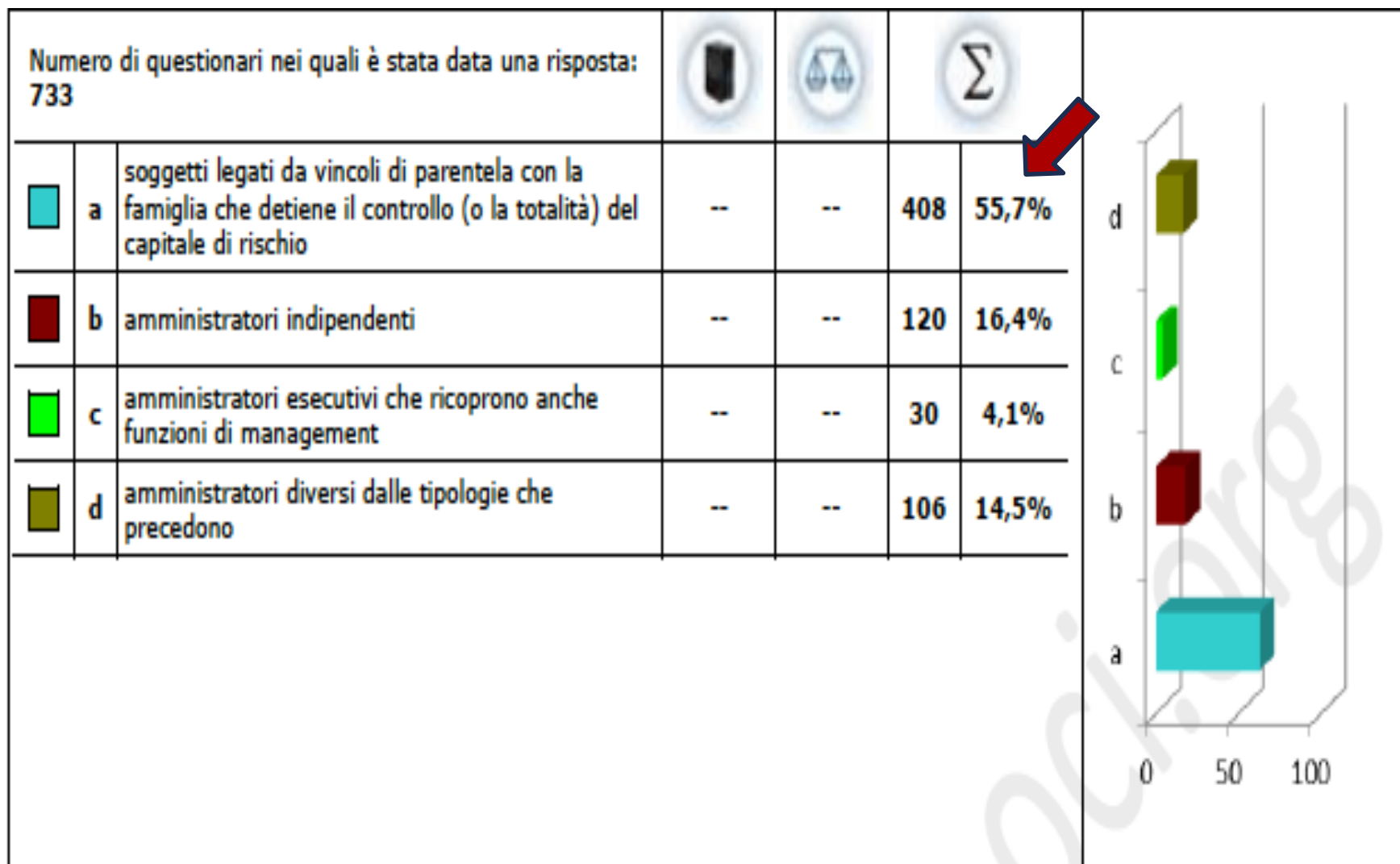
Per come risulta, la crisi non è coincisa con passaggi generazionali

Numero di questionari nei quali è stata data una risposta: 733						
	a	sì, seconda generazione	--	--	68	9,3%
	b	sì, terza generazione	--	--	7	1,0%
	c	sì, generazione successiva alla terza	--	--	2	0,3%
	d	no	--	--	614	83,8%



Ricerca OCI 2016

Alla data di presentazione del ricorso l'organo amministrativo era composto da.....



Ricerca OCI 2016 L'impresa alla data di presentazione del ricorso utilizzava i seguenti strumenti di pianificazione e controllo

