

LA RIVISTA DEI DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI

INDAF

magazine

1 Anno 18 - n. 1
Gennaio 2021

Trimestrale
Copia omaggio

Posta Italiana S.p.a. - Spedizione in abbonamento postale - 70% Roma AUT.C./RM/26/2004



**STORMS ARE
NOT FOREVER**

© copBsWei

ISSN 2281-468X

QUANDO IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO DIVENTA SMART: GLI ELEMENTI PER UNA GESTIONE EFFICIENTE

LA CREAZIONE DI VALORE SOSTENIBILE SI BASA SU UNA GESTIONE SMART DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO, CONTRIBUENDO A UN MAGGIOR CONTROLLO SUI RISCHI DI TENSIONI FINANZIARIE DELL'IMPRESA.

©TippaPatt

A cura del Comitato Tecnico ANDAF *Corporate Finance*

di SILVIA BAROFFIO
Principal Accuracy

Introduzione

Quando analizziamo le variabili che influenzano la creazione del valore dell'impresa è importante soffermarsi sul concetto di Capitale Investito, definito come stock di risorse da impiegare per ottenere un adeguato livello di redditività della gestione corrente. Il metodo di valutazione tra i più utilizzati per determinare il valore di impresa, il *Discounted Cash Flow*, pone notevole enfasi sul volume e sulla tipologia di capitale impiegato per la generazione del valore e dei flussi di cassa della gestione operativa.

Il Capitale Circolante Netto (di seguito anche Capitale Circolante o CCN), quale componente fondamentale del Capitale Investito, assume un ruolo determinante nell'operatività aziendale, in grado di accelerare la creazione di valore oppure di rallentarla nei casi di una sua gestione poco efficiente.

Infatti, un CCN oggetto di scarso monitoraggio e di gestione carente determina fabbisogni di liquidità aggiuntivi da sanare tramite ricorso all'indebitamento, con il rischio di appesantire il conto economico con oneri finanziari, irrigidire la propria struttura patrimoniale, rinunciare a investimenti più remunerativi per lo sviluppo del business e innescare situazioni di stress finanziario. In ultima istanza, la ridotta attenzione al CCN e alla sua gestione operativa potrebbe condurre a un deterioramento dei rapporti commerciali con clienti e fornitori, così come con i soggetti finanziatori.



In tal senso il CCN, e in particolare il suo ciclo finanziario, riveste un ruolo decisivo: questo deve essere adeguato a sostenere l'attività ordinaria dell'impresa, tuttavia limitato al supporto esclusivo delle esigenze di produzione e di commercializzazione dell'azienda, riducendo quindi l'immobilizzo di risorse finanziarie per tempi eccessivamente lunghi.

Occorre quindi prestare attenzione alle singole componenti del CCN e agire individualmente sulle variabili che le determinano: a titolo esemplificativo, un eccesso di scorte di magazzino può rivelare una programmazione carente delle consegne o una politica di approvvigionamento incoerente con le previsioni di produzione ed esporre l'impresa a rischi di obsolescenza. Analogamente, nell'ambito della commercializzazione dei prodotti/servizi ai clienti è opportuno prestare attenzione non solo ai prezzi e agli sconti, che pos-

sono essere un acceleratore delle vendite, ma anche alle condizioni di pagamento concesse ai clienti.

L'ottimizzazione dei tempi di rotazione del CCN richiede pertanto un'attenta gestione, sia con riferimento alla sua componente finanziaria, sia a quella operativa collegata alla massimizzazione dell'efficienza dei processi sottostanti.

In alcuni casi si rende necessaria l'adozione di nuovi assetti organizzativi, più efficaci e snelli, e di un cambio di attitudine da parte del management, che diviene fautore di una nuova cultura aziendale volta al monitoraggio e al continuo miglioramento delle performance.

Tuttavia, per raggiungere dei risultati concreti e duraturi è imprescindibile l'impiego di strumenti facilitatori e di un sistema di pianificazione e controllo idoneo a raccogliere ed elaborare un vasto set di dati per supportare il processo decisionale del management. A tal fine, le soluzioni digital innestate sui sistemi ERP esistenti rappresentano un'ottima opportunità per massimizzare gli sforzi del management consentendo di definire le aree di intervento prioritarie, coinvolgere e responsabilizzare l'organizzazione e di liberare risorse per cogliere prontamente nuove opportunità di business.

Capitale Circolante e valore d'impresa

Il CCN rappresenta una leva fondamentale a disposizione del management per la creazione di valore sia in un contesto di gestione ordinaria (*business as usual*) che in momenti di cambiamenti radicali, e ha un ruolo importante di collegamento tra la gestione dell'operatività aziendale e le sue fonti di finanziamento, influenzando quindi in modo rilevante l'assorbimento e la generazione di cassa da parte dell'impresa. In tal senso, le analisi della performance aziendale non possono essere limitate alle sue componenti economiche e reddituali, ma è necessario un approccio che indaghi sulla generazione di cassa dell'azienda in funzione delle strategie adottate nella gestione operativa.

Uno dei più utilizzati indicatori finanziari di performance che sintetizza quanto appena descritto è il *Return On Capital Employed* (ROCE), che include la componente economico-reddituale della performance aziendale (EBIT) in congiunzione con la gestione patrimoniale (*Capital Employed*). Tale indicatore può essere quindi rappresentato come prodotto di due componenti: marginalità operativa e *asset turnover*.

$$ROCE_N = \frac{EBIT_N (1 - \tau)}{CE_{N-1}}$$

$$ROCE_N = \underbrace{\frac{EBIT_N (1 - \tau)}{Revenue}}_{\text{After tax operating margin}} \cdot \underbrace{\frac{Revenue}{CE_{N-1}}}_{\text{Asset turnover}}$$

Nell'ambito delle valutazioni d'azienda, il ROCE è spesso preso in considerazione dagli analisti finanziari al fine di stimare i flussi di cassa operativi normalizzati e derivare conseguentemente l'*Enterprise Value*, ossia il valore di mercato attribuibile al complesso di beni utilizzati per l'esercizio dell'attività di impresa.

Secondo la recente ricerca condotta da Hacket Group su un campione composto dalle 1.000 società europee a maggior capitalizzazione (*2018 Europe Working Capital Survey*), anche in Europa le imprese stanno ponendo crescente attenzione sull'ottimizzazione del CCN, conseguendo una riduzione media del 7,2% del loro *Cash Conversion Cycle*, la miglior performance registrata dal 2008.

$$\text{Cash Conversion Cycle} = \text{DOI} + \text{DSO} - \text{DPO}$$

Secondo lo studio, un maggior focus sull'ottimizzazione del CCN, a parità di performance economica, potrebbe generare ulteriori flussi finanziari operativi per €1,1 trilioni complessivi, di cui €353 miliardi recuperabili con interventi specifici sui crediti verso clienti e €367 miliardi attraverso uno snellimento del magazzino.

L'assorbimento di cassa relativo al CCN costringe le imprese a limitare le risorse finanziarie dedicate agli investimenti, oltre a dilazionare ulteriormente i pagamenti ai fornitori provocando maggiori stress finanziari all'interno della *supply-chain* non sostenibili nel lungo periodo.

Oltre al rischio di innescare tensioni finanziarie, la cattiva gestione del CCN può comportare, a sua volta, la perdita di marginalità legata all'aumento dell'obsolescenza del magazzino e della svalutazione dei crediti.

La crescita dei ricavi e il miglioramento della redditività economica devono essere accompagnati da una gestione accurata del CCN affinché si possa generare valore, traducendosi in un incremento dell'*Enterprise Value*. Molto spesso aumenti di redditività che porterebbero a un ROCE più elevato sono compensati da un aumento del Capitale Investito (e in particolar modo del CCN) a seguito, ad esempio, di maggiori dilazioni nei termini di pagamento concessi ai clienti o di un aumento delle giacenze di magazzino per sostenere la crescita attesa dei volumi di vendita.

Come infatti riportato in un articolo edito da Citigroup Inc. (*Why working capital matters: a glimpse into the shifting global environment and how working capital efficiencies can help drive change*, 2019) che prende in considerazione le performance delle aziende non finanziarie incluse nell'indice S&P500 nel quinquennio 2013-2018, il 61% del campione ha migliorato la propria marginalità operativa (in % sui ricavi), ma ben il 60% ha riportato un peggioramento del ROCE. Tali risultati sono la semplice conseguenza di un tasso di crescita dell'attivo patrimoniale superiore a quello registrato nella redditività operativa, derivante da un approccio che ha preferito focalizzarsi sulla ricerca continua della crescita dei risultati economici, a prescindere dalla

qualità degli investimenti richiesti per raggiungerla. Per queste ragioni, l'attuale focus del management si è progressivamente spostato su un'efficiente gestione dell'attivo patrimoniale – e in particolare del CCN – attraverso la quale è possibile innescare un circolo virtuoso che aiuta l'impresa a migliorare i propri indici di redditività e i flussi di cassa operativi, necessari per investire e sostenere la crescita del business in modo duraturo.

Tuttavia, al fine di estrarre maggior valore attraverso una gestione smart del CCN, è necessario innanzitutto comprendere le logiche di fondo che influenzano le sue dinamiche (ad esempio: stagionalità del business, prassi del settore sulle condizioni di incasso e pagamento, ampiezza della gamma di prodotti, politiche commerciali adottate, etc.) e coinvolgere tutte le funzioni aziendali al fine di condividere un approccio integrato, necessario per assicurare il commitment dell'organizzazione e raggiungere risultati tangibili e sostenibili.

Criticità nella gestione del Capitale Circolante

Sebbene la creazione di valore possa essere facilmente rappresentata tramite un aumento del ROCE, sono molteplici gli elementi di complessità da affrontare al fine di ottenere miglioramenti sensibili e sostenibili nel medio-lungo termine. Di seguito sono riepilogati solo alcuni di essi, con particolare riferimento alle singole componenti del CCN:

- rimanenze: la complessità della gestione del magazzino può essere correlata con (i) l'ampiezza del portafoglio prodotti necessari per servire i clienti, (ii) l'elevata stagionalità del business, (iii) la difficoltà di previsione dell'evoluzione futura della domanda, (iv) la scarsa integrazione degli acquisti da fornitori con la pianificazione della produzione o (v) le inefficienze logistiche;
- crediti commerciali: le complessità che si originano nella gestione dei crediti verso clienti possono essere legate a (i) una forza commerciale esclusivamente focalizzata sui volumi di fatturato senza obiettivi sugli incassi, (ii) limitate analisi delle concessioni di affidamento ai clienti, (iii) elevata frammentazione della clientela che rende più onerosa la gestione operativa dei crediti, (iv) ritardi o errori nel processo di fatturazione dovuti a incompletezza delle informazioni o rallentamenti nelle consegne;
- debiti commerciali: le complessità relative alla gestione dei fornitori possono riferirsi a (i) eccessiva dipendenza da alcuni fornitori chiave, (ii) acquisti decentralizzati per Paese o business specialmente in gruppi di società, (iii) attenzione dell'ufficio acquisti a costi a scapito di migliori termini di pagamento.

Gli elementi summenzionati rappresentano solamente una parte minima delle sfide da affrontare al fine di raggiungere in modo sostenibile un miglior equilibrio economico-finanziario. Per gestire tali complessità sono richiesti nuovi assetti organizzativi e un cambio di attitudine da parte del

management, responsabile nel diffondere una cultura aziendale maggiormente focalizzata sulla gestione della liquidità e ispirata ai principi Kaizen del miglioramento continuo.

Il ruolo giocato dal management nella promozione di una nuova cultura sulla misurazione delle performance aziendali risulta ancora più rilevante nelle società multinazionali e diversificate, dove le complessità sono amplificate esponenzialmente.

Infine, si sottolinea che un approccio integrato volto all'ottimizzazione del CCN può generare ritorni positivi anche sulla redditività aziendale, dal momento che anche quest'ultima richiede un'attenta revisione dei processi core: non sorprenderrebbe, quindi, se a una miglior gestione del CCN si accompagnasse un effetto positivo in termini di marginalità.

Fattori critici di successo nella gestione del Capitale Circolante

L'implementazione pratica dei miglioramenti legati al CCN passa attraverso alcuni elementi di particolare criticità, la cui rilevanza aumenta in funzione della complessità del business e della struttura aziendale:

- monitoraggio sistematico dell'evoluzione del CCN con l'impiego di alcuni KPIs in grado di catturare le sue dinamiche;
- omogeneizzazione dei dati, al fine di poter avere una reportistica affidabile e completa;
- engagement del management a livello di funzioni organizzative e aree di business, al fine di garantire il coinvolgimento di tutta l'organizzazione e la diffusione di una *cash culture* a tutti i livelli;
- facilitazione dell'implementazione di strumenti IT, soprattutto in un contesto disomogeneo e multiculturale;
- approccio integrato, che consenta un intervento sui processi aziendali e sulle singole *business unit*, specialmente nel caso di gruppi di società;
- un'analisi continuativa dei risultati sostenibili e duraturi, i cui impatti potranno essere apprezzati nel lungo termine e che – in un'ottica di miglioramento continuo – richiedono un controllo costante sia nella fase di implementazione dei processi di ottimizzazione, sia nei successivi aggiornamenti.

Elementi fondamentali per una soluzione digital

La gestione smart del CCN costituisce un'opportunità di creazione di valore i cui impatti possono essere quantificati e controllati attraverso un adeguato sistema di pianificazione e controllo. Tuttavia, il percorso per raggiungere dei risultati tangibili in tempi ragionevoli richiede la destinazione di risorse adeguate e l'adozione di strumenti facilitatori.

In particolare, le imprese dovrebbero sfruttare le potenzialità offerte dalle nuove soluzioni digital, in combinazione con quanto già disponibile e presente nei sistemi ERP, con l'obiettivo primario di raccogliere un ampio set di dati per poi omogeneizzarli e aggregarli al fine di presentarli in maniera coerente, supportando il management nella prioritizzazione

delle aree di intervento e delle azioni da intraprendere. Inoltre, specifici strumenti di *advanced analytics* e di *machine learning* possono aiutare a predire il futuro comportamento dei clienti e dei consumatori finali, consentendo quindi di predisporre specifiche azioni mirate nei processi aziendali sia operativi che amministrativi.

L'offerta di soluzioni digital a disposizione delle imprese è molto vasta, ma può essere principalmente suddivisa tra soluzioni preconfigurate e soluzioni personalizzate.

In considerazione delle peculiarità e tipicità di ogni azienda e delle complessità che deve gestire, la soluzione scelta dovrebbe essere in grado di potersi integrare con i sistemi IT in uso e di adattarsi in modo flessibile alle esigenze del management. In tal senso, una soluzione digital personalizzata probabilmente potrà facilitare maggiormente una gestione smart del CCN.

In particolare, la soluzione dovrebbe includere le seguenti funzionalità:

- rappresentazione omogenea di dati economici, patrimoniali e dei flussi di cassa, con cruscotti e grafici per analizzare, anche trasversalmente per singola linea di business, le performance storiche e previsionali;
- simulazioni prospettiche, a livello consolidato o disaggregato per linea di business/business unit, con analisi di sensitività sulle ipotesi sottostanti (DSO, DPO, DOI) per quantificarne gli impatti;
- analisi comparativa tra dati previsionali/budget e dati effettivi;
- comparazione di molteplici simulazioni, derivanti da analisi di scenari differenti, e quantificazione degli effetti sull'evoluzione del CCN e della cassa su un orizzonte temporale predefinito.

Conclusioni

In uno scenario macroeconomico incerto e imprevedibile, caratterizzato da volatilità e continui cambiamenti tecnologici, una maggiore attenzione sul CCN può costituire un vantaggio competitivo dal momento che una gestione patrimoniale efficiente consente di anticipare possibili future tensioni finanziarie ed elaborare prontamente dei piani di azione per affrontarle efficacemente.

Infatti, le imprese con una gestione smart del CCN sono in grado di snellire i processi, monitorare più attentamente i costi e, in conclusione, generare maggiore liquidità. In caso di problemi di liquidità, le aziende possono affrontare più facilmente le tensioni finanziarie e liberare liquidità più agevolmente, mentre le società che mantengono buone performance possono cogliere più rapidamente le opportunità di business, aggredendo nuove quote di mercato per via organica o per linee esterne.

