

ECONOMIA - *Strumenti*

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Economia aziendale

Istituzioni

a cura di

Giuseppe Fabbrini

Alessandro Montrone

FrancoAngeli

Copyright © 2014 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Ristampa	Anno
0 1 2 3 4 5 6 7 8 9	2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore. Sono vietate e sanzionate (se non espressamente autorizzate) la riproduzione in ogni modo e forma (comprese le fotocopie, la scansione, la memorizzazione elettronica) e la comunicazione (ivi inclusi a titolo esemplificativo ma non esaustivo: la distribuzione, l'adattamento, la traduzione e la rielaborazione, anche a mezzo di canali digitali interattivi e con qualsiasi modalità attualmente nota od in futuro sviluppata).

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633. Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale, possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali (www.clearedi.org; e-mail autorizzazioni@clearedi.org).

Stampa: Digital Print Service srl - sede legale: via dell'Annunciata 27, 20121 Milano;
sedi operative: via Torricelli 9, 20090 Segrate (MI) e via Merano 18, 20127 Milano.

INDICE

Prefazione	pag. XI
-------------------	---------

PARTE PRIMA L'AZIENDA

CAPITOLO PRIMO IL SISTEMA AZIENDA (G. Sicoli – C. Carnevale)

1. I bisogni, i beni e l'attività economica	» 3
2. La definizione di azienda e il suo profilo storico dottrinale	» 7
3. La classificazione delle aziende secondo il fine perseguito	» 9
4. Gli elementi costitutivi dell'azienda	» 13
5. L'azienda come sistema	» 15
6. I sub-sistemi aziendali e le aree funzionali	» 17

CAPITOLO SECONDO IL PROFILO SOGGETTIVO E I MODELLI DI GOVERNO DELLE AZIENDE (R. Mazzotta – V. Palermo)

1. Il profilo soggettivo	» 23
2. Il soggetto giuridico	» 24
3. Il soggetto economico	» 30
4. La classificazione per natura del soggetto promotore: le aziende pubbliche e le aziende private	» 33
5. I modelli di governo delle Società per Azioni	» 36

CAPITOLO TERZO
LE AZIENDE DI EROGAZIONE
(*P. Puntillo*)

1. La nozione di azienda di erogazione	pag.	41
2. Le configurazioni delle aziende di erogazione	»	46
3. Elementi di gestione e organizzazione nelle aziende di erogazione private	»	50
4. Elementi di gestione e organizzazione nelle aziende di erogazione pubbliche	»	55

CAPITOLO QUARTO
IL GRUPPO AZIENDALE
(*A. Montrone*)

1. La nozione di gruppo aziendale	»	63
2. Le configurazioni dei gruppi aziendali	»	65
3. Le classificazioni dei gruppi	»	71

CAPITOLO QUINTO
IL SISTEMA AMBIENTALE
(*P. Tenuta*)

1. Le interazioni tra impresa e ambiente	»	75
2. L'ambiente generale	»	78
3. L'ambiente specifico e il modello della concorrenza allargata	»	86

CAPITOLO SESTO
IL FINALISMO AZIENDALE E LE SCELTE STRATEGICHE
(*A. Montrone – S. Veltri*)

1. La concezione circolare del finalismo aziendale	»	97
2. La definizione di strategia	»	105
3. La classificazione delle strategie aziendali	»	108

PARTE SECONDA
L'ORGANIZZAZIONE

CAPITOLO SETTIMO
I PRINCIPI GENERALI DELL'ORGANIZZAZIONE AZIENDALE
(*P. Pastore*)

1. Le variabili organizzative	»	123
2. I criteri di divisione del lavoro	»	125

3. Gli organigrammi, i mansionari e le norme procedurali	pag.	133
4. I meccanismi di coordinamento del lavoro	»	134

CAPITOLO OTTAVO
LE STRUTTURE ORGANIZZATIVE
(*P. Pastore*)

1. I modelli di struttura organizzativa	»	137
2. L'evoluzione dell'organizzazione aziendale	»	147

CAPITOLO NONO
I SISTEMI OPERATIVI E LO STILE DI COMANDO
(*S. Veltri*)

1. Le variabili organizzative non strutturali: concetti introduttivi	»	161
2. I sistemi operativi	»	162
3. Le relazioni tra i sistemi operativi e la struttura organizzativa	»	184
4. Lo stile di comando	»	186

CAPITOLO DECIMO
IL CICLO DI VITA E I MODELLI DI SVILUPPO
DELLE AZIENDE
(*A. Montrone*)

1. Il ciclo di vita dell'azienda	»	191
2. La dimensione aziendale	»	196
3. Il processo di mutamento dimensionale	»	200
4. I modelli di sviluppo delle aziende	»	203

**PARTE TERZA
LA GESTIONE**

CAPITOLO UNDICESIMO
LA GESTIONE COME SISTEMA DI OPERAZIONI
(*F. Rubino – V. Palermo*)

1. La gestione d'impresa: generalità	»	209
2. Le caratteristiche e le fasi della gestione	»	212
3. Le operazioni di gestione	»	215
4. I cicli, gli aspetti e le aree di gestione	»	217

CAPITOLO DODICESIMO
LA GESTIONE COME SISTEMA DI VALORI
(*M. Rija*)

1. I valori finanziari delle operazioni di gestione	pag. 225
2. I valori economici delle operazioni di gestione	» 227
3. Le relazioni tra le variazioni finanziarie ed economiche	» 232

CAPITOLO TREDICESIMO
IL REDDITO
(*R. Mazzotta*)

1. Il reddito: concetti introduttivi	» 243
2. Il reddito d'esercizio	» 245
3. Il principio della competenza economica	» 246
4. I costi e ricavi sospesi e futuri	» 248
5. La competenza economica e i fattori produttivi pluriennali	» 251
6. Il conto economico: un primo cenno	» 252
7. Le caratteristiche del reddito d'esercizio	» 253
8. Le configurazioni di reddito	» 254

CAPITOLO QUATTORDICESIMO
IL CAPITALE
(*G. Bronzetti*)

1. Il capitale	» 259
2. Il capitale sotto l'aspetto qualitativo: i finanziamenti	» 260
3. Il capitale sotto l'aspetto qualitativo: gli investimenti	» 264
4. Il capitale sotto l'aspetto quantitativo-monetario	» 267
5. Le configurazioni di capitale	» 271
6. Il capitale e le sue relazioni con il reddito	» 273

PARTE QUARTA
LA RILEVAZIONE

CAPITOLO QUINDICESIMO
LA CONTABILITÀ GENERALE
(*O. Ferraro*)

1. La contabilità generale nel quadro della rilevazione	» 279
2. Lo strumento tipico della rilevazione: il conto	» 287
3. Il metodo della partita doppia applicato al sistema del capitale e del risultato economico	» 290

4. Gli strumenti per l'attuazione della contabilità generale in partita doppia	pag. 299
--	----------

CAPITOLO SEDICESIMO
LA RILEVAZIONE DELLE OPERAZIONI DI GESTIONE
(*E. Cristiano*)

1. Premessa	» 303
2. Le scritture sul libro mastro e sul libro giornale	» 303
3. Le rilevazioni in Contabilità Generale	» 306
4. La costituzione dell'azienda	» 306
5. L'Imposta sul Valore Aggiunto	» 311
6. L'acquisto di fattori della produzione	» 313
7. Le vendite di beni e servizi	» 318
8. L'ottenimento dei finanziamenti: i mutui passivi	» 321
9. Considerazioni finali	» 324

CAPITOLO DICIASSETTESIMO
LA RILEVAZIONE DELLE OPERAZIONI DI ASSESTAMENTO
(*A. Silvestri*)

1. Dalla contabilità al bilancio di esercizio: il principio della competenza economica	» 327
2. Le scritture di assestamento di integrazione	» 328
3. Le scritture di assestamento di rettifica (o di storno)	» 333
4. La chiusura dei conti e la rappresentazione dei valori nei prospetti contabili di Conto economico e Stato Patrimoniale	» 338

CAPITOLO DICIOTTESIMO
LA FUNZIONE INFORMATIVA DEL BILANCIO
(*S. Tommaso*)

1. Le funzioni del bilancio	» 351
2. I documenti del bilancio	» 354
3. Il bilancio delle aziende non quotate	» 355
4. Il bilancio delle aziende quotate	» 363
5. Il bilancio delle aziende di minori dimensioni	» 369

PARTE QUINTA
GLI EQUILIBRI DEL SISTEMA AZIENDALE

CAPITOLO DICIANNOVESIMO
LE CONDIZIONI DI EQUILIBRIO ECONOMICO
(A. Montrone)

1. Il principio di economicità	pag. 377
2. Le condizioni di equilibrio economico	» 380
3. Le equazioni di equilibrio economico	» 385
4. Le relazioni tra condizioni di equilibrio economico e condizioni di equilibrio finanziario	» 389
5. Il significato della economicità nell'impresa pubblica e la valutazione del suo equilibrio economico	» 390

CAPITOLO VENTESIMO
IL FABBISOGNO FINANZIARIO DELL'IMPRESA, LE FONTI
DI FINANZIAMENTO E LE CONDIZIONI DI EQUILIBRIO
FINANZIARIO
(A. Ricciardi)

1. Il concetto di fabbisogno finanziario	» 397
2. La copertura del fabbisogno finanziario	» 401
3. Le condizioni di equilibrio finanziario	» 414

PREFAZIONE

L'impostazione del presente volume ha l'obiettivo di evidenziare il fenomeno aziendale nell'ambito del contesto socio-economico in cui è inserito e in riferimento ai fondamentali processi interni.

Trattandosi di una tematica inevitabilmente correlata all'evoluzione delle dinamiche socio-economiche esterne, la difficoltà maggiore, nel rappresentare gli aspetti salienti, risiede nella eterogeneità dei vari contesti di riferimento.

Ciò spiega la ragione per cui nei vari paesi in cui si è approfondita la tematica aziendale, l'approccio metodologico è notevolmente differenziato. In particolare, l'impostazione che viene normalmente seguita nel nostro paese è il frutto di un percorso che non ha equivalenti nel resto del mondo.

Infatti, la concezione di Economia Aziendale, intesa quale contesto scientificamente unitario, si presenta in Italia in modo del tutto peculiare, impiegando un approccio sistemico nel quale è evidente il tentativo di inquadrare in un'unica disciplina ogni problematica riconducibile all'azienda.

Il testo, quindi, trae origine dal tentativo di coniugare l'impostazione tradizionale, nella quale lo studio dell'amministrazione economica si sviluppa nell'analisi dei fenomeni della organizzazione, della gestione e della rilevazione, con l'esemplificazione di tematiche di frontiera frutto di una ricerca sviluppata con filosofie diverse: in particolare un approccio di tipo empirico tendente a privilegiare lo studio di soluzioni concrete, nate dalla prassi operativa, richiamata grazie alla trattazione di numerosi casi aziendali.

Al centro di tutto rimane l'uomo, cui non si può non ricondurre il fenomeno aziendale, unità elementare dell'economia, cellula di un organismo più vasto e complesso, cioè di un contesto ambientale da cui è condizionato e di cui è condizionante.

Ma l'azienda è anche tale per l'attività che svolge ai fini della soddisfazione, diretta e indiretta, dei bisogni umani, un'attività non facile da schematizza-

re, ma della quale, pur nella diversità, occorre individuare i tratti comuni e generalizzanti. Proprio per questo non si può non ricorrere al paradigma sistemico, essenziale chiave di lettura della “complessità organizzata” dell’azienda.

Il “sistema azienda” è anche fenomeno temporale, che non si esaurisce nel breve andare, ma ritrova la sua manifestazione ed i suoi equilibri nel tempo. Infatti, tale sistema persegue scopi specifici riconducibili ad una concezione finalistica nella quale gli obiettivi che tende a raggiungere non coincidono con gli obiettivi particolari dei diversi stakeholder che sono interessati, a vario titolo ed in diverso modo ad esso. Lo scopo dell’azienda è quello di raggiungere un equilibrio economico duraturo seppure mutevole, tale da consentirle di “perdurare nel tempo”, elemento questo generalizzante, utile a comprendere il significato dell’attività aziendale nel quadro del contesto ambientale.

Questi caratteri distintivi, nell’ambito dei quali è compito della nostra Disciplina fornire validi elementi di generalizzazione e principi comuni a tutto il variegato e composito mondo aziendale, sono progressivamente e organicamente affrontati nelle cinque parti in cui è articolato il testo.

Nella prima parte, l’azienda viene analizzata nella distinta connotazione di entità di produzione e di erogazione, approfondendone anche il profilo soggettivo e i modelli di governo, il tutto inquadrato nella concezione sistemica, alla quale si connette doverosamente la riflessione sulle interazioni con l’ambiente, generale e specifico. Il passaggio successivo riguarda la riflessione in merito agli obiettivi di fondo propri del finalismo aziendale, associati alle modalità attraverso cui raggiungerli, ossia le strategie da implementare.

Ma puntare alla realizzazione delle strategie significa anche riuscire ad organizzare risorse umane e mezzi di produzione e, quindi, porre in atto quell’insieme di processi gestionali la cui complessità ed articolazione deve trovare delle vie di classificazione e razionalizzazione.

Pertanto, la seconda parte è dedicata all’organizzazione dell’azienda, affrontata secondo un approccio che, dopo averne delineato i principi generali, prevede l’esame delle variabili organizzative strutturali e delle relazioni interaziendali, seguito dalle riflessioni sulle variabili organizzative non strutturali (sistemi operativi e stile di comando) nonché sul mutamento delle coordinazioni aziendali per effetto dei processi di mutamento dimensionale lungo il naturale ciclo di vita dell’azienda.

La terza parte affronta la tematica della gestione aziendale, effettuando un’analisi introduttiva della stessa vista come sistema di operazioni, per poi passare alla individuazione del sistema di valori da esse scaturenti e, grazie a questi ultimi, alla comprensione e approfondimento dei basilari concetti di reddito, che della gestione è il risultato economico, e di capitale, ossia del complesso coordinato di mezzi da impiegare nella gestione medesima.

Una volta noti i fondamentali valori che denotano l'economia dell'azienda, è possibile, nella quarta parte, affrontare l'argomento della rilevazione, cercando di evidenziare al lettore la logica e la metodologia che guida i processi conoscitivi della gestione aziendale, senza i quali la stessa poco avrebbe di razionale e preordinato: se non conosci non puoi amministrare.

Ed è proprio sulla misura e sulla qualità dei risultati economici e delle situazioni finanziarie emergenti dalla contabilità e dal bilancio che si innesta la tematica affrontata nella quinta e ultima parte, dedicata alla analisi delle condizioni di equilibrio economico e finanziario del sistema aziendale, dove le prime sono causa determinante, ma in parte anche effetto, delle seconde, in un rapporto di interdipendenza tale da far asserire che lo sviluppo duraturo e la stessa sopravvivenza dell'azienda dipende dalla presenza di entrambe le condizioni.

Il lavoro è frutto della collaborazione di un gruppo di docenti e ricercatori, che ringrazio per l'impegno e la dedizione, che trovano il loro comune denominatore nella "militanza", attuale o passata, presso l'Università della Calabria; la diversa provenienza geografica e accademica degli Autori è un punto di forza per la ricchezza e la fecondità del confronto che la diversità per sua natura genera.

Coloro che hanno contribuito alla realizzazione di questo testo hanno lavorato con l'auspicio di trasmettere al lettore, con umiltà ma con impegno, la stessa passione per un campo di studi vitale, prolifico e impegnato nella "rincorsa" di una realtà che spesso supera anche i più validi e riusciti tentativi di sistematizzazione.

In conclusione, gli Autori, oltre che esplicitare in modo diretto e comprensibile gli elementi alla base degli studi di Economia Aziendale, quale momento strumentale per permettere a coloro che si accostano alla materia di comprendere la realtà economica contemporanea e le sue fondamentali problematiche, hanno perseguito l'obiettivo di evidenziare le linee evolutive della disciplina, focalizzandone i presumibili sviluppi futuri.

Per tale ragione a questo primo volume ne seguirà a breve un secondo contenente un insieme di contributi dedicati ai recenti profili evolutivi in campo economico-aziendale, frutto della attività di ricerca degli stessi Autori, i quali affrontano stimolanti tematiche oggetto di studio e dibattito in dottrina, così come di progressiva e proficua applicazione in campo aziendale.

Giuseppe Fabbrini

Arcavacata, 10 settembre 2014

CAPITOLO VENTESIMO

IL FABBISOGNO FINANZIARIO DELL'IMPRESA, LE FONTI DI FINANZIAMENTO E LE CONDIZIONI DI EQUILIBRIO FINANZIARIO

di
Antonio Ricciardi

Tematiche affrontate

In questo capitolo si spiegano:

- natura e caratteristiche del fabbisogno finanziario dell'impresa;
- modalità di copertura del fabbisogno finanziario;
- condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa.

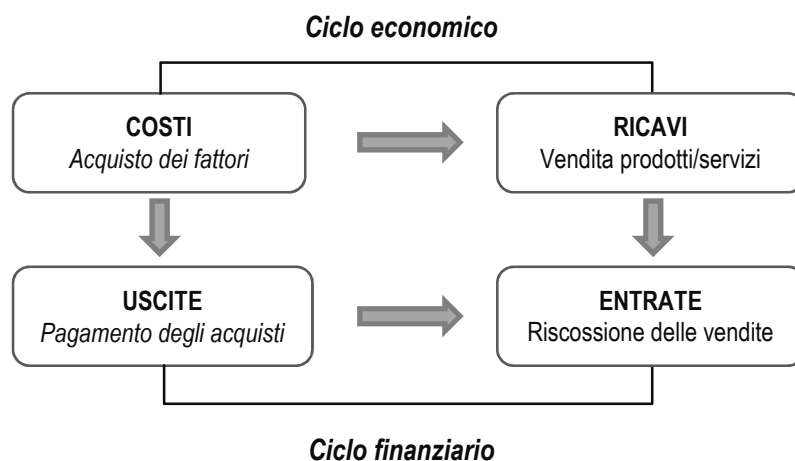
1. Il concetto di fabbisogno finanziario

I momenti caratteristici della gestione delle aziende di produzione sono rappresentati dall'acquisizione dei fattori produttivi (costi) e dal collocamento sul mercato dei beni e dei servizi prodotti (ricavi). Tali momenti comportano, rispettivamente, uscite di moneta che misurano i costi ed entrate di moneta che misurano i ricavi.

Il fabbisogno finanziario d'impresa deriva essenzialmente dallo scarto temporale esistente tra il momento di manifestazione dei costi e delle relative uscite finanziarie e quello di conseguimento dei ricavi e delle relative entrate finanziarie (Fig.1).¹

¹ Il ciclo della gestione economico-finanziaria poiché prevede che prima si sostengono i costi (e le relative uscite) e in seguito si ottengono i ricavi (e le relative entrate) costringe le imprese a ricorrere a fonti di finanziamento per coprire l'intervallo di tempo tra uscite ed

Fig. 1 – Ciclo economico-finanziario dell'attività aziendale



La misura di questo fabbisogno è espressa *staticamente* dall'ammontare degli investimenti in attività reali e finanziarie effettuati dall'impresa e rappresentati dal capitale di funzionamento in essere a un dato istante (Attivo dello Stato patrimoniale).

Calcolato *prospettivamente*, il fabbisogno finanziario è rappresentato dagli investimenti che sorgeranno in seguito all'evolversi della gestione che, a sua volta, dipende:²

- a) dalle caratteristiche e dai volumi dei processi di produzione attuati;
- b) dalle condizioni di pagamento e dalle politiche degli acquisti e delle vendite;
- c) dalla proporzione secondo cui si combinano tra loro i fattori produttivi durevoli (capitale immobilizzato) e gli investimenti d'esercizio (capitale circolante);
- d) dal mutare delle situazioni dei mercati.

Il fabbisogno finanziario durevole espresso dalle immobilizzazioni

Le attività immobilizzate rappresentano investimenti di durata pluriennale e sono rappresentate da: *immobilizzazioni tecniche materiali* (fabbrica-

entrate. Le aziende che hanno meno necessità di reperire fonti di finanziamento sono quelle che presentano un ciclo della gestione economica a ricavi-costi e quindi un ciclo della gestione finanziaria a entrate-uscite. Esempio tipico sono le compagnie di assicurazioni che prima incassano i premi dai clienti (conseguendo i ricavi e registrando le relative entrate) e solo in seguito (eventualmente) sostengono i costi e le relative uscite dei risarcimenti.

² Cfr. BIANCHI, *La finanza aziendale*, pag. 122.

ti, impianti, macchinari, attrezzature, ecc.); *immobilizzazioni tecniche immateriali* (brevetti, marchi, licenze, ecc.); *immobilizzazioni finanziarie* (crediti di finanziamento a medio e lungo termine; partecipazioni di controllo e di collegamento in altre imprese; titoli di cui non si prevede l'alienazione entro l'esercizio).

Sotto il profilo operativo, le immobilizzazioni sono investimenti vincolati all'azienda per lungo tempo, fattori produttivi a lento ciclo di utilizzo, impiegati per periodi medio-lunghi nelle coordinazioni produttive dell'impresa, che gradualmente cedono la loro utilità ai prodotti finiti che essi, come beni strumentali, contribuiscono a realizzare.

Sotto il profilo finanziario, le immobilizzazioni rappresentano investimenti che generano nel medio-lungo periodo flussi monetari in entrata: le risorse finanziarie impiegate per la loro acquisizione trovano reintegrazione indirettamente e gradualmente nel tempo attraverso i ricavi di vendita dei prodotti finali e/o dei servizi ottenuti con il loro utilizzo.³

Il fabbisogno finanziario fluttuante espresso dal capitale circolante

Il capitale circolante è rappresentato da quegli investimenti che permangono nell'azienda per un breve arco di tempo, in quanto destinati ad un rapido impiego produttivo (scorte di materie prime e semilavorati) o ad essere prontamente venduti (scorte di prodotti finiti) e/o riscossi (crediti, titoli), ritornando in forma monetaria in tempi brevi, comunque non superiori all'anno.⁴

Sotto il profilo operativo, gli investimenti del capitale circolante sono quelli che esauriscono la loro utilità economica partecipando ad un unico ciclo produttivo.⁵

Sotto il profilo finanziario, gli investimenti del capitale circolante sono classificati in base alla loro attitudine a generare flussi monetari in entrata, in: *liquidità immediate* (disponibilità in cassa o su conti correnti bancari e/o postali); *liquidità differite* (crediti verso clienti, cambiali commerciali, prestiti di prossima riscossione, titoli acquisiti per temporaneo investimento di eccedenze di mezzi monetari); *rimanenze* (scorte di magazzino che saranno vendute – prodotti finiti – o consumate – materie prime e semilavorati); le “rimanenze contabili”, quali, ad esempio, gli anticipi (o acconti) corrisposti

³ Cfr. CARAMIELLO, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, pag. 32.

⁴ GIANNESI osserva che “la scelta dell'anno come periodo utile per la classificazione dei fenomeni non ha alcuna base scientifica e nulla potrebbe vietare di assumere un intervallo di tempo maggiore o minore, tuttavia è evidente che il ciclo annuale (...) ha nella vita delle aziende una grande importanza. La legge stessa ha codificato questa consuetudine (...) ciò significa che l'anno viene ritenuto un limite massimo al di là del quale non è conveniente andare nel formare le situazioni contabili ed i bilanci” (*L'equazione del fabbisogno finanziario nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, pag. 13).

⁵ Cfr. CAVALIERI, FERRARIS FRANCESCHI, *Economia aziendale*, pag. 417.

a fornitori di materie, merci e servizi ed i risconti attivi annuali.⁶

L'attività di investimento relativa all'acquisizione dei fattori della produzione, immobilizzati e correnti, implica necessariamente un'uscita di mezzi monetari, connessa al costo pagato ai fornitori per acquisire la disponibilità delle risorse necessarie allo svolgimento dell'attività aziendale.⁷

Con l'attività di produzione l'azienda combina e utilizza i fattori produttivi disponibili, realizzando il prodotto (o prestando il servizio) e trasferendo in esso l'utilità e il valore dei fattori produttivi consumati. Con l'attività di vendita l'azienda colloca sul mercato la propria produzione e, attraverso la riscossione del prezzo di vendita, recupera monetariamente le risorse finanziarie investite nei processi produttivi, assicurando così alla gestione:

- dal punto di vista finanziario, le risorse monetarie occorrenti per far fronte ad ulteriori esigenze di acquisto/investimento e al rimborso di debiti;
- dal punto di vista economico, la copertura, oltre che di tutti gli altri costi dell'esercizio,⁸ anche delle quote di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche.

“L'intervallo di tempo che intercorre tra l'epoca di sostenimento dei costi (nella fase di provvista) e quella di conseguimento dei ricavi (nella fase di scambio), e quindi tra l'epoca di manifestazione, rispettivamente, delle uscite e quella delle entrate, rende necessario il ricorso a fonti di finanziamento capaci di assicurare la copertura finanziaria degli esborsi sostenuti durante la fase di acquisizione dei fattori produttivi, fino a quando non si verificherà l'afflusso dei mezzi monetari determinato dal conseguimento dei ricavi. Quanto più è ampio l'intervallo di tempo, tanto maggiore, e quindi tanto più oneroso, sarà il ricorso a fonti di finanziamento”.⁹

⁶ Gli anticipi a fornitori rappresentano impieghi destinati a trasformarsi in prima istanza in elementi del magazzino e, successivamente, in forma liquida attraverso il realizzo diretto o indiretto di questi ultimi (analogamente, gli anticipi da clienti rappresentano quote di ricavi per cessioni di beni o per prestazioni di servizi da realizzare nell'esercizio o negli esercizi futuri, da sottrarre alle “rimanenze di prodotti, già ordinati ma non ancora consegnati” (MONTRONE, *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, pag. 74). I risconti attivi sono, invece, quote di costi relativi a servizi ed utilità già liquidati finanziariamente ma ancora da sfruttare da parte dell'azienda nella gestione futura (nell'esercizio o negli esercizi futuri) determinando l'insorgere ovvero l'aumento di crediti aziendali. Tali rimanenze “immateriali”, pur distinguendosi dalle sorte di fattori produttivi “materiali” che si trovano fisicamente in magazzino, presso reparti di lavorazione o presso terzi per lavorazione, magazzinaggio, spedizione, ecc., concorrono a determinare l'aggregato delle Rimanenze dell'impresa.

⁷ Cfr. CARAMIELLO, *Contabilità generale. Principi e metodi*, pagg. 70-73 e pagg. 95-101.

⁸ Cfr. CARAMIELLO, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, pag. 31.

⁹ PASTORE P., *Le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa*, p. 451.

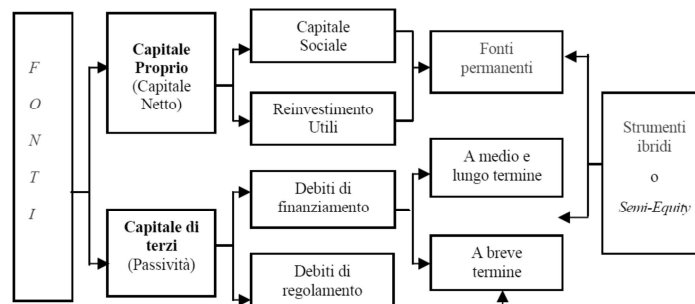
2. La copertura del fabbisogno finanziario

L'entità degli investimenti, immobilizzati e correnti, in essere e/o programmati nel periodo considerato, rappresentano il *fabbisogno finanziario lordo* dell'impresa. La differenza tra fabbisogno finanziario lordo e ammontare di risorse generate con lo svolgimento della gestione (autofinanziamento) esprime il *fabbisogno finanziario netto*, cioè l'ammontare di risorse finanziarie (capitale proprio e capitale di debito) che l'impresa deve acquisire per realizzare gli investimenti programmati e per far fronte alle proprie necessità di sviluppo. Dopo aver quantificato il fabbisogno finanziario netto occorre scegliere le fonti di finanziamento necessarie alla sua copertura. L'entità del fabbisogno finanziario determina l'importo dei finanziamenti da reperire; il tipo di fabbisogno finanziario, cioè il tipo di investimenti programmati, incide sulla composizione delle fonti di finanziamento. In linea generale, come vedremo successivamente (paragrafo 3), la durata del fabbisogno finanziario (cioè degli investimenti) e la durata dei finanziamenti devono essere tra loro correlate in modo che l'impresa sia sempre in grado di far fronte alle uscite monetarie connesse agli impegni finanziari assunti con le entrate monetarie generate dalla gestione.

Quindi, in base alle caratteristiche del proprio fabbisogno finanziario e alla dinamica, attuale e prospettica, dei flussi monetari in entrata e in uscita l'azienda deve reperire capitali a diversa scadenza e con differenti modalità di vincolo.

I mezzi finanziari occorrenti allo svolgimento dell'attività aziendale possono provenire da diverse fonti (vedi Fig. 2) e possono vincolarsi all'impresa sotto forma di capitale proprio (capitale sociale e fondi di riserva, intesi come reinvestimento degli utili conseguiti) e di capitale di terzi (capitale di credito) ovvero possono assumere una forma mista o "ibrida", in cui si combinano e si modulano diversamente le caratteristiche del capitale di rischio e del capitale di credito, in funzione delle diverse situazioni concrete e della situazione di mercato.

Fig. 2 – Le fonti di copertura del fabbisogno finanziario d'impresa



Fonte: PASTORE, 2006, pag. 454

Il capitale proprio


Il capitale proprio (Equity) è rappresentato, in primo luogo, dagli apporti di *capitale sociale* operati dai soggetti che partecipano alla proprietà dell'impresa (imprenditore, nel caso dell'azienda individuale; soci, nel caso delle società di persone; soci-azionisti, nel caso delle società di capitali) e assumono in proprio il rischio della gestione.¹⁰

Si tratta di finanziamenti:

- che non hanno una scadenza prefissata, sono destinati a permanere durevolmente a disposizione dell'impresa: il capitale conferito resta durevolmente investito nel processo aziendale e, comunque, a tempo indeterminato fino a quando non si verificano ipotesi di liquidazione delle quote o azioni o di cessazione dell'attività aziendale (liquidazione dell'azienda) o di vendita;
- che non comportano un obbligo predeterminato di remunerazione: l'eventuale remunerazione è subordinata al conseguimento di risultati di gestione positivi (utili di bilancio) e, nel caso delle società di capitali, alle deliberazioni assembleari favorevoli alla distribuzione degli utili conseguiti;
- soggetti in modo pieno al rischio di impresa in quanto, in caso di risultati economici negativi (perdite d'esercizio), il capitale investito può ridursi fino ad annullarsi.

Rientra nei finanziamenti a titolo di capitale proprio anche l'*autofinanziamento*, cioè il reinvestimento nell'attività aziendale degli utili prodotti dalla gestione che non siano prelevati dall'imprenditore o distribuiti ai soci sotto forma di dividendi (*autofinanziamento da utili netti*). Sotto l'aspetto economico-patrimoniale, gli utili trattenuti danno luogo ad un incremento indistinto del patrimonio netto nelle aziende individuali mentre confluiscono in appositi fondi di riserva (riserve proprie) che accrescono durevolmente il patrimonio netto nelle imprese costituite sotto forma di società.

¹⁰ La raccolta del capitale di rischio si attua mediante l'emissione di azioni nelle società costituite in forma di società per azioni (S.p.A., S.A.p.A.) e mediante la sottoscrizione di quote nelle altre società. Azioni e quote rappresentano una frazione del capitale sociale dell'impresa e conferiscono ai loro titolari il diritto di partecipare alle alterne vicende (e al rischio) della società, con una responsabilità, rispettivamente, limitata alla quota sottoscritta (società di capitali) ovvero illimitata e solidale (società di persone). In particolare, le azioni, il cui contenuto formale è indicato nell'art. 2354 c.c., conferiscono ai loro titolari un complesso unitario di diritti di natura amministrativa (diritto di intervento e di voto nelle assemblee della società, art. 2351, c.c.), di natura patrimoniale (diritto agli utili e alla quota di liquidazione, art. 2350 c.c.), di natura amministrativa e patrimoniale insieme (diritto di opzione, diritto all'assegnazione di azioni gratuite, diritto di recesso).

 *Esempio*

Ipotizziamo, in via esemplificativa, che l'azienda Gamma, al termine del primo anno di attività, presenti i seguenti valori di conto economico:

Ricavi di vendita	€ 200.000
Acquisti di merci	- € 100.000
Rimanenze finali di merci	€ 20.000
<u>Retribuzioni al personale</u>	<u>- € 40.000</u>
Risultato economico dell'esercizio	€ 80.000

Supponiamo inoltre che al termine dell'esercizio il 30% dei ricavi non sia ancora stato riscosso: nonostante il conseguimento di un utile d'esercizio pari a € 80.000 la cassa è pari a 0. Infatti:

- le entrate di moneta ammontano a € 140.000 (il 70% dei ricavi di vendita);
- le uscite di moneta ammontano a € 140.000, relativi alle merci acquistate e vendute (€ 80.000) e alle merci acquistate e ancora presenti in magazzino (€ 20.000) e alle retribuzioni al personale (€ 40.000)

La situazione patrimoniale al termine dell'esercizio sarà la seguente:

Investimenti		Fonti di finanziamento	
Immobili	200.000	Capitale sociale	200.000
Crediti verso clienti	60.000	Utile d'esercizio	80.000
Rimanenze di merci	20.000		
Totale	280.000	Totale (PN)	280.000

L'utile, accantonato a riserva, realizza un processo di autofinanziamento e concorre a finanziare parte del fabbisogno finanziario, nel nostro caso crediti verso clienti e rimanenze di merci.

Dunque, l'autofinanziamento si sostanzia in un processo economico per mezzo del quale l'impresa effettua *accantonamenti* di risorse generate al proprio interno, nel corso dell'esercizio, dalle operazioni di gestione.¹¹

Oltre agli accantonamenti da utili netti, le imprese operano anche *accantonamenti da utili lordi*. L'*autofinanziamento da utili lordi*, detto anche accantonamento per riserve improprie, è originato mediante l'imputazione di costi (per accantonamenti) nel conto economico dell'esercizio ai quali non corrisponde un effettivo esborso monetario (per esempio, le quote ammortamento) o questo esborso è solo parziale (per esempio, le quote TFR).

Tali accantonamenti sono alimentati da costi contabilizzati al fine di rettificare il valore di determinati investimenti ovvero determinati in via prudenziale per contenere e assorbire perdite presunte e debiti in corso di formazione (accantonamenti per fondi rischi e fondi spese future).

Tali accantonamenti (costi), nella misura in cui producono uscite monetarie inferiori all'entità dei costi corrispondenti e fintanto che sono coperti

¹¹ Cfr. AMODEO, *Le gestioni industriali produttrici di beni*, pag. 102.

dai ricavi di gestione, contribuiscono al finanziamento dei processi produttivi aziendali: tali maggiori costi riducono l'utile lordo impedendo il deflusso di parte dei ricavi conseguiti dall'impresa.

Esempio

Se imputiamo al reddito dell'azienda Gamma dell'esempio precedente costi per accantonamenti pari a per € 15.000, al termine del primo anno di attività, l'utile dell'esercizio scenderebbe a € 65.000:

Ricavi di vendita	€ 200.000
Acquisti di merci	€ (100.000)
Rimanenze finali di merci	€ 20.000
Retribuzioni al personale	€ (40.000)
Accantonamenti per rischi e oneri	€ (15.000)
Risultato economico dell'esercizio	€ 65.000

Al costo imputato al reddito dell'esercizio corrisponde un apposito Fondo accantonamento (Fondo rischi e oneri nell'esempio considerato) che modifica la situazione sul piano patrimoniale nel seguente modo:

Attività		Patrimonio netto e Passività	
Immobili	200.000	Capitale sociale	200.000
Crediti verso clienti	60.000	Utile d'esercizio	65.000
Rimanenze di merci	20.000	Patrimonio netto	265.000
		Fondo Rischi e Oneri	15.000
Totale Attività	280.000	Totale (PN + P)	280.000

Nell'esempio presentato, l'accantonamento operato contribuisce a finanziare gli investimenti nella misura di € 15.000.

Il capitale di credito

Nel capitale di credito rientrano le operazioni di finanziamento negoziate sul mercato dei capitali con soggetti esterni all'impresa: fornitori, istituti di credito, risparmiatori, dipendenti, e classificabili, secondo la scadenza, in debiti a breve termine (fino a 12 mesi), a medio termine (fino a 5 anni) e a lungo termine (oltre i 5 anni). In particolare, si tratta di:

- a) *debiti di funzionamento* o di regolamento (o debiti commerciali), quali i debiti di fornitura, rappresentati dalle dilazioni di pagamento accordate dai fornitori per l'acquisto di beni e servizi da parte dell'impresa;
- b) *debiti di finanziamento*:
 - finanziamenti negoziati con il sistema creditizio, nelle diverse forme tecniche a breve, a media e lunga scadenza;

- finanziamenti ottenuti direttamente sul mercato dei valori mobiliari mediante l'emissione di attività finanziarie a breve e a media-lunga scadenza, quali le cambiali finanziarie e i titoli obbligazionari.

I debiti di funzionamento (debiti verso fornitori) e i debiti di finanziamento a breve scadenza (finanziamenti bancari a breve, quote correnti di finanziamenti a media-lunga scadenza, quote correnti di debiti per TFR, emissioni di cambiali finanziarie, ecc.) hanno la funzione di finanziare l'ordinaria attività dell'azienda, coprono, cioè, il fabbisogno finanziario del capitale circolante.

I debiti di finanziamento a scadenza medio-lunga (mutui ipotecari, emissioni di prestiti obbligazionari, debiti per TFR, ecc.) finanziano, invece, gli investimenti in capitale immobilizzato ovvero il fabbisogno finanziario durevole.

A differenza del capitale proprio, il capitale di credito rimane nella disponibilità dell'impresa per un periodo di tempo determinato e nei confronti del quale esiste un obbligo di remunerazione. In particolare, i finanziamenti ottenuti a titolo di capitale di credito:

- devono essere rimborsati alle scadenze prefissate e secondo modalità contrattualmente prestabilite;
- comportano un obbligo alla remunerazione, sotto forma di interessi (in misura fissa ovvero variabile), indipendentemente dai risultati economici di gestione conseguiti;
- sono soggetti al rischio di impresa in misura limitata in quanto i creditori non otterranno il rimborso solo se l'impresa non sarà in grado di estinguere i propri debiti in caso di perdite elevate e protratte nel tempo.

Da un punto di vista finanziario, a parità di fondi acquisiti, l'indebitamento verso terzi dà luogo ad una serie di uscite monetarie di importo più consistente dal momento che l'impresa è tenuta sia a rimborsare il capitale preso a prestito per il suo intero ammontare sia a corrispondere le quote interessi calcolate su quel capitale a titolo di remunerazione.¹²

¹² Fermo restando che le imprese hanno necessità di reperire fonti di finanziamento, esse strategicamente si pongono il problema di ridurre il costo. Per ridurre il costo dei finanziamenti occorre ridurre: gli importi e/ola durata

Gli importi dei finanziamenti possono essere ridotti adottando diverse strategie:

- agendo sulle politiche delle scorte al fine di diminuire il livello delle rimanenze, in particolare dei prodotti finiti;
- migliorando le forme di regolamento degli acquisti e delle vendite al fine di ridurre i crediti, aumentare gli incassi per contanti, aumentare i debiti verso fornitori e allungare le scadenze di pagamento;
- adottando un'opportuna strategia della produzione mediante l'esternalizzazione di attività che non costituiscono il core business.

Tuttavia, la copertura del fabbisogno finanziario dell'azienda attraverso il ricorso a capitali di terzi è fisiologica ed è motivata sia dall'impossibilità di disporre dell'integrale misura dei necessari capitali propri sia da motivi di convenienza economica, che attengono al meccanismo della leva finanziaria. Quest'ultimo si rivela un utile supporto alle scelte del management nel definire il corretto rapporto tra fonti di finanziamento interne ed esterne al fine di soddisfare in maniera efficace la copertura del fabbisogno finanziario d'impresa.¹³

Per l'impresa è conveniente ricorrere all'indebitamento se e fino a quando la redditività degli investimenti (espressa dal $ROI = \text{Reddito Operativo} / \text{Capitale Investito}$) è maggiore del costo dei capitali presi a prestito per finanziarli.¹⁴ Se si verifica tale condizione, la redditività del capitale proprio (espressa dal $ROE = \text{Reddito Netto} / \text{Capitale Proprio}$) risulta tanto maggiore quanto maggiore è il livello dell'indebitamento.¹⁵ In questa circostanza, l'indebitamento esercita un effetto-leva positivo sul rendimento del capitale proprio e quest'ultimo risulta superiore al rendimento del capitale investito. Anzi, tanto più è ampia la differenza tra ROI e costo dell'indebitamento tanto, più conviene ricorrere a capitale di terzi perché tanto più aumenta il ROE.

La durata dei finanziamenti può essere ridotta agendo sull'intervallo di tempo tra i costi e i ricavi. Quanto più, infatti, l'azienda riesce ad avvicinare il momento del sostenimento dei costi al momento del conseguimento dei ricavi, tanto più si riduce la durata del finanziamento. Concretamente, per avvicinare costi e ricavi occorre investire in innovazione tecnologica in modo da rendere più rapido il ciclo di trasformazione.

¹³ Cfr. BRUNETTI, *Il sistema dei quozienti di bilancio: alcuni caratteri funzionali e strutturali*, pag. 63.

¹⁴ L'indice ROI (Return On Investment) segnala il grado di efficienza della sola gestione caratteristica, ovvero la solidità e la potenzialità reddituale intrinseca dell'azienda, a prescindere dalla struttura delle fonti di finanziamento nonché dalla loro composizione e durata e dalla presenza di eventi di natura straordinaria. Infatti, il numeratore è rappresentato dal risultato operativo, cioè il reddito che deriva dalla gestione tipica dell'impresa (Valore della produzione - Costi di produzione) senza tener conto delle modalità di finanziamento, degli oneri finanziari, dei dividendi, delle imposte e degli altri valori estranei alla gestione caratteristica. Il denominatore è rappresentato dal totale delle Attività impiegate per lo svolgimento dell'attività caratteristica.

¹⁵ Il ROE (Return On Equity) è l'indicatore di sintesi della redditività della complessiva gestione aziendale. Misura il risultato economico (al netto degli oneri finanziari e delle imposte) destinato agli azionisti come remunerazione del capitale da essi apportato in azienda. Il ROE consente di apprezzare la convenienza economica dell'impiego dei mezzi propri nell'attività dell'impresa. Il valore di questo indice è importante perché solo investitori sufficientemente remunerati continueranno ad investire nell'azienda e solo aziende con un ROE soddisfacente potranno attrarre nuovi investitori disposti a fornire capitali di rischio.



Esempio

Si supponga che un imprenditore debba acquistare una nuova attrezzatura del costo di 1.000.000 di euro. In ipotesi di andamento positivo del mercato il ROI prospettico dell'investimento è stimato pari al 20%; in ipotesi di andamento negativo del mercato che implica una riduzione del fatturato e, conseguentemente, un minor reddito operativo il ROI prospettico è stimato pari al 7%. L'imprenditore deve decidere se finanziare l'investimento:

- ricorrendo ad un mutuo per il 30% e al capitale proprio per il 70%;
- ricorrendo ad un mutuo per il 70% e al capitale proprio per il 30%, sostenendo un costo complessivo di indebitamento pari al 5% in entrambi i casi.

Ricorrendo al debito per 300.000 euro (il 30% dell'investimento) e al capitale proprio per 700.000 (il 70% dell'investimento) si avrà il seguente conto economico dell'attrezzatura:

	ROI = 20%	ROI = 7%
Reddito operativo	200.000	70.000
Interessi passivi	(15.000)	(15.000)
Utile lordo	185.000	55.000
Imposte (aliquota d'imposta 50%)	(92.500)	(27.500)
Utile netto	92.500	27.500

e si registreranno i seguenti valori di ROE:

	ROI = 20%	ROI = 7%
ROE	13,21%	3,93%

Nel secondo caso, ricorrendo al debito per 700.000 euro (il 70% dell'investimento) e al capitale proprio per 300.000 (il 30% dell'investimento) si avrà il seguente conto economico dell'attrezzatura:

	ROI = 20%	ROI = 7%
Reddito operativo	200.000	70.000
Interessi passivi	(35.000)	(35.000)
Utile lordo	165.000	35.000
Imposte (aliquota d'imposta 50%)	(82.500)	(17.500)
Utile netto	82.500	17.500

e si registreranno i seguenti valori di ROE:

	ROI = 20%	ROI = 7%
ROE	27,5%	5,83%

Pertanto, si dimostra che, quando il ROI è maggiore del costo del debito, aumentare il ricorso al debito consente di incrementare il ROE e l'effetto leva sul ROE è tanto più evidente quanto maggiore è lo scarto positivo tra ROI e costo del debito. Infatti, aumentando il ricorso al debito:

- con ROI del 20%, il ROE passa dal 13,21% al 27,5%;
- con ROI del 7%, il ROE passa dal 3,93% al 5,83%.

Se si verifica la situazione inversa e cioè se e fino a quando la redditività del Capitale investito (ROI) è inferiore al costo dell'indebitamento, il mag-

giore indebitamento per finanziare gli investimenti determina una diminuzione del ROE; pertanto non conviene indebitarsi ma aumentare la quota dell'investimento finanziata dal capitale proprio. Anzi, tanto più è ampio lo scarto negativo tra ROI e costo dell'indebitamento e tanto più si ricorre a capitale di terzi, tanto maggiori saranno le perdite sul capitale proprio.



Esempio

Un imprenditore vuole acquistare una nuova attrezzatura del costo di 500.000 euro. In ipotesi di andamento positivo del mercato il ROI prospettico dell'investimento è stimato pari al 10%; in ipotesi di andamento negativo del mercato il ROI prospettico è stimato pari al 5%.

L'imprenditore deve decidere se finanziare l'investimento

a) ricorrendo ad un mutuo per il 30% e al capitale proprio per il 70%;

b) ricorrendo ad un mutuo per il 70% e al capitale proprio per il 30%;

sostenendo un costo complessivo di indebitamento pari al 12% in entrambi i casi.

Ricorrendo al debito per 150.000 euro (il 30% dell'investimento) e al capitale proprio per 350.000 (il 70% dell'investimento) si avrà il seguente conto economico dell'attrezzatura:

	ROI = 10%	ROI = 5%
Reddito operativo	50.000	25.000
Interessi passivi	(18.000)	(18.000)
Utile lordo	32.000	7.000
Imposte (aliquota d'imposta 50%)	(16.000)	(3.500)
Utile netto	16.000	3.500

e si registreranno i seguenti valori di ROE:

	ROI = 10%	ROI = 5%
ROE	4,57%	1,00%

Nel secondo caso, ricorrendo al debito per 350.000 euro (il 70% dell'investimento) e al capitale proprio per 150.000 (il 30% dell'investimento) si avrà il seguente conto economico dell'attrezzatura:

	ROI = 10%	ROI = 5%
Reddito operativo	50.000	25.000
Interessi passivi	(42.000)	(42.000)
Utile lordo	8.000	(17.000)
Imposte (aliquota d'imposta 50%)	(4.000)	-
Utile netto	4.000	(17.000)

e si registreranno i seguenti valori di ROE:

	ROI = 10%	ROI = 5%
ROE	2,67%	-11,33%

Si dimostra che, quando il ROI è minore del costo del debito, aumentare il ricorso al debito produce un effetto leva negativo sul ROE che è tanto più evidente quanto maggiore è lo scarto negativo tra ROI e costo del debito. Infatti, aumentando il ricorso al debito:

- con ROI del 10%, il ROE passa dal 4,57% al 2,67%;
- con ROI del 5%, il ROE passa dall'1% al -11,33%, per effetto della perdita determinata dagli elevati interessi passivi.

In caso di leva finanziaria positiva, gli effetti sul ROE determinati da un rapporto di indebitamento più elevato non devono far perdere di vista il rischio di un eccessivo ricorso delle imprese al capitale di credito.¹⁶

Sotto il profilo finanziario, il fatto che un'impresa risulti indebitata comporta un aumento del rischio tanto maggiore quanto maggiore è la variabilità del risultato operativo (reddito della gestione caratteristica), specie se essa opera in un contesto altamente competitivo.¹⁷

Un'eccessiva esposizione debitoria aumenta il rischio di insolvenza dell'impresa percepito dagli operatori esterni e, in particolare, dalle banche finanziatrici.¹⁸ Un eccessivo livello di indebitamento implica, infatti, un aumento del rischio dell'impresa sia sotto il profilo finanziario sia sotto il profilo economico.

Sotto il profilo finanziario, aumentare il debito significa incrementare la dipendenza da finanziatori esterni e ciò costituisce un problema rilevante nei momenti di restrizione del credito.

Sotto il profilo economico, aumentare il debito implica maggiori oneri per interessi passivi che rappresentano costi fissi: un'azienda con rilevanti costi fissi è esposta ad un maggior rischio operativo.



Il caso delle aziende Alfa e Beta

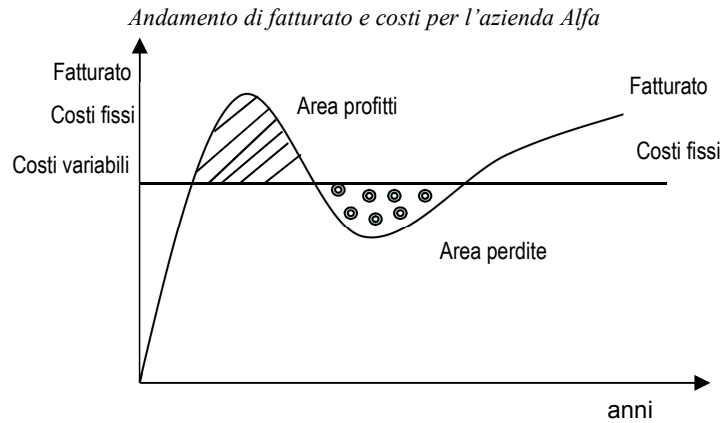
Si supponga di considerare due aziende Alfa e Beta. La prima sostiene esclusivamente costi fissi e la seconda esclusivamente costi variabili. Le due aziende, negli anni, registreranno utili o perdite in funzione dell'andamento del fatturato e dell'andamento dei costi. Il fatturato ha un andamento ciclico; a seconda dell'andamento del settore di operatività, di crisi congiunturali o strutturali il fatturato crescerà in alcuni anni e si ridurrà in altri. Per quanto riguarda i costi, quelli fissi si mantengono costanti nel tempo, quelli variabili seguono l'andamento del fatturato. Pertanto, l'azienda Alfa, che presenta costi fissi, regi-

¹⁶ Al riguardo, SELLERI osserva che “quando l'incidenza dell'indebitamento sulla struttura finanziaria raggiunge livelli sostenuti, il costo dell'indebitamento tende ad aumentare perché aumenta la consapevolezza dei finanziatori di correre maggiori rischi in ordine al conseguimento degli interessi e del rimborso dei mezzi prestati” (*Il leverage finanziario nelle analisi di bilancio e nella valutazione dell'impresa*, pag. 26).

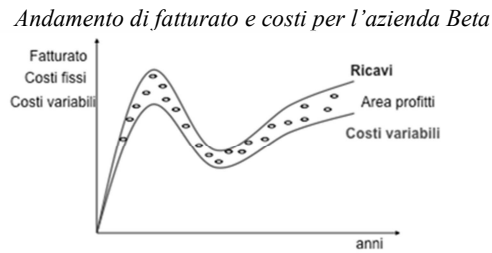
¹⁷ Un elevato grado di indebitamento può determinare il dissesto dell'impresa. Infatti, sostiene CODA, “quanto maggiore è il grado di indebitamento tanto maggiore, a parità di condizioni, è il campo in cui può variare il saggio di redditività del capitale proprio e tanto più elevato il rischio di non conseguire risultati economici soddisfacenti” (*L'analisi economico-finanziaria di un dissesto*, pag. 916).

¹⁸ Queste ultime, infatti, solitamente valutano la capacità di credito della clientela da affidare sulla base del rapporto di indebitamento piuttosto che sulle reali capacità reddituali e di sviluppo della stessa. Per cui ad un maggiore livello assunto dall'indebitamento sono associate maggiori possibilità di un deterioramento dell'equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa nonché la percezione di maggiori rischi in ordine al pagamento degli interessi ed al rimborso dei capitali prestati.

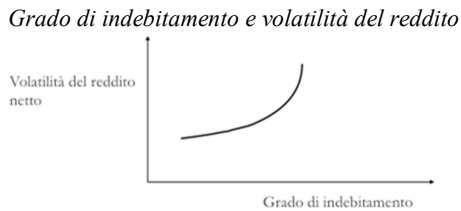
sterà perdite nel caso di contrazione del fatturato e profitti nel caso di un suo aumento. E quanto più il fatturato aumenta tanto più aumentano gli utili. Viceversa, quanto più il fatturato si riduce tanto più si amplia l'area di perdita.



L'azienda Beta, che presenta costi variabili, non registrerà mai perdite ma, seguendo i costi l'andamento del fatturato, solo utili.



Appare evidente, a questo punto, che maggiore è l'indebitamento tanto più elevata sarà la volatilità del reddito:



In definitiva, un eccessivo indebitamento fa aumentare il rischio finanziario dell'impresa, in quanto si dipende da terzi ed eventuali crisi temporanee di liquidità possono compromettere la gestione produttiva dell'azienda. Inoltre, fa aumentare i costi fissi e ciò determina un maggiore rischio operativo. L'accresciuto rischio si traduce in un aumento del tasso per i successivi finanziamenti che, a sua volta, potrebbe erodere la redditività futura dell'azienda.

Le fonti ibride di finanziamento

Il limitato apporto di capitale proprio e il basso livello di auto-finanziamento da utili netti, l'eccessivo indebitamento verso le banche e la conseguente scarsa diversificazione delle fonti di finanziamento, il ricorso prevalente a finanziamenti a breve rappresentano le principali cause della criticità della gestione finanziaria delle imprese italiane, in particolare quelle di piccole e medie dimensioni.¹⁹ Sotto questo profilo, Onida parla di "imprese che continuano ad essere sottocapitalizzate, troppo dipendenti da debito bancario a breve, riluttanti ad aprire quote di proprietà ad investitori esterni per timore di perdere il pieno controllo strategico ed operativo, diffidenti nei confronti dei mercati finanziari e nei vincoli di trasparenza del bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali".²⁰

A ciò si aggiungono i difficili rapporti con le banche, caratterizzati dalla scarsa trasparenza delle informazioni e improntati più alla conflittualità che alla collaborazione. Obiettivi condivisi dalle aziende e dalle banche, principale partner finanziario, sono quelli di ripensare la struttura del passivo dei bilanci delle imprese, migliorando la capitalizzazione e promuovendo il ricorso a forme di finanziamento alternative al credito bancario, anche mediante l'utilizzo di strumenti finanziari innovativi.

Le soluzioni per superare tali criticità sono rappresentate da operazioni di *private equity*²¹ e da strumenti finanziari partecipativi, che ampliano e diversificano le fonti di finanziamento accessibili alle società di capitali, contestualmente favorendone, da un lato, la patrimonializzazione e incentivandone il ricorso al mercato dei capitali e, dall'altro lato, assicurando un'opportuna tutela degli interessi dei soci, dei creditori e dei risparmiatori.

In concreto, le società possono emettere titoli rappresentativi di quote di capitale e/o titoli di debito, diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, i quali

¹⁹ RICCIARDI, *La gestione finanziaria delle Pmi: criticità e possibili soluzioni*, pag. 44.

²⁰ ONIDA, *La proiezione internazionale dell'Italia*, in GARONNA, GROSS (a cura di), *Il modello italiano di competitività*.

²¹ La soluzione al problema della ricapitalizzazione potrebbe essere rappresentato dall'ingresso nel capitale di investitori istituzionali (fondi chiusi, società finanziarie di partecipazione, merchant bank), soci finanziatori "pazienti", il cui unico obiettivo è quello di collaborare con discrezione con l'imprenditore al fine di contribuire alla crescita dell'impresa e, quindi, del valore della partecipazione per poi rivenderla (possibilmente allo stesso imprenditore) dopo un periodo medio di 3/5 anni guadagnando sulla plusvalenza. Avere come azionista di rilievo un investitore istituzionale garantisce alle aziende ulteriori vantaggi: si accresce il potere contrattuale dell'impresa; si facilita l'attrazione di manager esperti e capaci; le conoscenze possedute dall'investitore istituzionale fanno scaturire nuove energie con altri imprenditori del settore al fine di realizzare possibili partnership; migliora l'immagine e la visibilità dell'azienda e dell'imprenditore nei confronti delle banche e del mercato finanziario; si agevola il reperimento di ulteriori finanziamenti per gli investimenti; si concretizzano più rapidamente i progetti di sviluppo.

attribuiscono ai loro possessori diritti patrimoniali e diritti amministrativi liberamente definiti dallo statuto (con la sola esclusione o limitazione del voto nell'assemblea generale degli azionisti), al pari delle partecipazioni al capitale di rischio ma sono slegati da ogni rapporto con il capitale sociale (artt. 2346, comma 6; 2349, comma 2; 2351, comma 5; 2447 bis-2447 decies Cod.Civ.). Conseguentemente, la sottoscrizione di azioni non rappresenta più l'unico strumento di partecipazione ad una società di capitali.


Le opzioni praticabili sono rappresentate dalla possibilità:

- di emettere strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, Cod.Civ.),²²
- di ricorrere a forme miste di finanziamento, che per loro natura si collocano in una posizione intermedia tra il capitale di rischio e il debito assistito da garanzie (debito senior) e che per questo sono anche definiti *semi-equity*: le due fondamentali categorie di queste strutture finanziarie sono rappresentate dai prestiti partecipativi e dal debito mezzanino,²³

²² Gli *strumenti finanziari partecipativi* introdotti con la riforma del diritto societario (L. 366/2001), rappresentano strumenti "ibridi", cioè assimilano caratteristiche economiche e giuridiche di azioni e obbligazioni. Come le obbligazioni danno diritto al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi ma il rimborso è postergato e la remunerazione è variabile in funzione dei risultati conseguiti dall'azienda. Come le azioni danno diritto a partecipare, ma senza diritto di voto, all'assemblea, a nominare un componente indipendente del CdA e del Collegio sindacale, a impugnare le delibere. L'atipicità dello strumento si rileva soprattutto nel rapporto che lega la società emittente e il sottoscrittore che, pur avendo realizzato un investimento a titolo di capitale di rischio, non assume la qualifica di socio, in quanto il conferimento connesso alla sua sottoscrizione in nessun caso può essere imputato al capitale sociale. Per quanto riguarda il contenuto patrimoniale di tali strumenti, lo Statuto può prevedere la remunerazione del capitale investito assimilabile agli interessi su titoli obbligazionari oppure la partecipazione agli utili derivanti sia dall'esercizio dell'impresa sociale sia da una particolare attività o da uno specifico affare. RICCIARDI, *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle società di capitali*.

²³ Il debito mezzanino non indica un singolo strumento di finanziamento bensì una struttura finanziaria articolata nella quale si fa ricorso contemporaneamente all'utilizzo di più strumenti aventi caratteristiche tecniche differenti. In generale è possibile identificare due componenti distinte all'interno di un finanziamento mezzanino: il debito subordinato, che generalmente ha la forma di un vero e proprio prestito; l'*equity kicker*, che rappresenta, invece, la parte avente natura di capitale di rischio. Il debito subordinato ha una durata generalmente compresa tra 7 e 10 anni e prevede spesso un periodo di preammortamento durante il quale vengono pagati soltanto gli interessi. Il rimborso, in caso di liquidazione della società, è postergato rispetto a un finanziamento primario e la remunerazione è calcolata in base ad un tasso di riferimento (quasi sempre l'Euribor) aumentato di uno spread. I tassi applicati nel debito subordinato sono più elevati rispetto al normale costo del capitale di debito primario. Il debito subordinato in genere non prevede alcuna garanzia né di tipo reale né di tipo personale. Come nel caso del prestito partecipativo la società finanziatrice si tutela indirettamente tramite clausole contrattuali accessorie (covenants) che impediscano l'incremento del livello di rischio, vietando ad esempio l'accensione di nuovi crediti a breve, la vendita di asset profittevoli o il

- di costituire all'interno della struttura finanziaria delle società azionarie uno o più *patrimoni destinati in via esclusiva ad uno specifico affare* (art. 2447-bis Cod.Civ.), giuridicamente separati dai residui beni sociali (ma la sommatoria del loro valore non può complessivamente eccedere il 10% del patrimonio netto).²⁴



I prestiti partecipativi

I prestiti partecipativi sono una forma intermedia di finanziamento tra il prestito tradizionale ed il capitale proprio. Rappresentano uno strumento particolarmente adatto a soddisfare i bisogni finanziari delle imprese che, a fronte di programmi di investimento e/o di sviluppo, vogliono diversificare le fonti di finanziamento, procedendo ad una “graduale ricapitalizzazione aziendale” senza diminuire la propria autonomia di gestione derivante dall’entrata di nuovi soci. I tratti fondamentali di questo strumento, che ne costituiscono anche l’aspetto innovativo, sono essenzialmente tre: remunerazione, rimborso, garanzie.

Il pagamento degli interessi è legato in parte alle performance dell’impresa, in quanto l’ammontare complessivo da corrispondere a titolo di interesse è dato dalla somma di due componenti: la prima ha natura fissa (importo minimo garantito) ed è calcolata con riferimento a un tasso base (che generalmente è l’Euribor) maggiorato di qualche punto in relazione al rischio d’impresa; la seconda, invece, è assolutamente variabile e legata appunto ai risultati economici raggiunti dall’impresa. Il rimborso delle quote di capitale del prestito compete in via principale ai soci e solo in via subordinata alla società finanziata, che è obbligata in via diretta solo per il pagamento degli interessi.

Il meccanismo usato per il servizio del debito prevede che siano i soci, attraverso versamenti periodici in “conto futuro aumento di capitale sociale”, a fornire alla società le risorse necessarie per provvedere al rimborso delle rate del prestito. Il credito che i soci maturano in tal modo viene trasformato in capitale sociale alla fine dell’ammortamento del prestito partecipativo, il quale si configura come un’anticipazione del capitale di rischio. In sostanza tale strumento assume la forma di un rapporto triangolare tra l’ente finanziatore, l’impresa finanziata e i suoi soci.

Di norma non sono previste garanzie reali a favore del soggetto finanziatore. L’unica forma di garanzia che accompagna il prestito è di tipo personale e di natura individuale o collettiva (generalmente fidejussioni solidali da parte dei soci o di altri soggetti coobbligati: garanzia integrativa del Confidi per almeno il 45% del prestito). Tuttavia spesso il finanziatore si assicura una tutela indiretta sul buon esito del suo investimento facendo sottoscrivere all’impresa

mutamento nella struttura finanziaria dell’azienda.

²⁴ Questa fattispecie ha in sostanza la stessa funzione economica della costituzione di una nuova società con il risparmio delle spese relative alla costituzione, al mantenimento ed alla estinzione della medesima. Per tale motivo la “separazione” e la costituzione di un patrimonio dedicato richiede l’adozione di una specifica delibera dell’organo amministrativo, dalla quale risultino specificati e descritti (art. 2447-ter Cod.Civ.): l’affare al quale è destinato il patrimonio; i beni e i rapporti giuridici ricompresi nel patrimonio; le regole per la rendicontazione dell’affare ecc. È altresì richiesta una speciale pubblicità e vi sono specifiche regole per la tutela dei creditori preesistenti alla separazione. È importante infine sottolineare che è necessaria la contabilizzazione separata del patrimonio e la sua indicazione in bilancio.

richiedente delle clausole contrattuali (dette covenants), che obbligano l'impresa a tenere certi comportamenti quali la non distribuzione degli utili per tutta la durata del finanziamento, piuttosto che l'impegno a non modificare la compagine societaria senza previa autorizzazione. La durata del finanziamento varia generalmente tra i 5 e i 10 anni. Il piano di rimborso è strutturato in base a rate trimestrali o semestrali e spesso prevede un periodo di preammortamento (durante il quale vengono pagati gli interessi sulla somma ricevuta, senza rimborsi di capitale) che può andare da 1 a 3 anni.

Il vantaggio principale offerto da questo strumento è rappresentato dalla progressività del suo costo complessivo. Infatti in virtù dell'elemento partecipativo, che rappresenta la principale attrattiva per il finanziatore, il costo base (fisso) è piuttosto contenuto, e permette anche ad aziende giovani di sostenere l'onere del finanziamento. In tal modo l'impresa può ottenere sin dall'inizio le risorse necessarie per la sua operatività e indebitarsi, anche per importi consistenti, senza irrigidire eccessivamente la sua struttura finanziaria, ovvero senza immobilizzare una parte troppo consistente dei risultati operativi al servizio del debito.

Cfr. RICCIARDI, *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*.

3. Le condizioni di equilibrio finanziario

L'equilibrio finanziario esprime la capacità dell'impresa di far fronte con i mezzi monetari disponibili e i flussi monetari in entrata agli impegni finanziari della gestione che determinano flussi monetari in uscita sia nel breve che nel medio-lungo periodo. Esso, dunque, rappresenta non solo una condizione di ordine quantitativo (i volumi delle entrate devono essere pari o superiori ai volumi delle uscite originate dalla gestione) *ma anche* e, soprattutto, temporale: la condizione di equilibrio finanziario è verificata *se, in ogni istante*:

$$\text{Entrate monetarie} \geq \text{Uscite monetarie}$$

Sotto questo profilo, l'impresa, una volta considerate le caratteristiche quantitative e qualitative, deve far sì che sussista una corretta ed equilibrata relazione tra fabbisogni di capitale, generati dalle diverse forme di impiego in beni disponibili e immobilizzati, e fonti di copertura in relazione alle rispettive durate, in modo da creare sintonia tra i tempi di scadenza dei finanziamenti ottenuti e i tempi di ritorno monetario degli investimenti e, quindi, assicurare l'equilibrio della struttura finanziaria. Sotto questo profilo, i fabbisogni finanziari durevoli dovranno trovare copertura finanziaria in mezzi stabilmente vincolati all'impresa, in giusta proporzione fra capitali propri e capitali di terzi a medio-lungo termine.²⁵ Corrispondentemente, gli

²⁵ Si pensi, ad esempio, all'acquisto di un macchinario che genera un fabbisogno finanziario di media-lunga durata (per esempio, 5 anni). Se l'impresa finanziasse questo investimento con un debito a breve scadenza (della durata di un anno, per esempio) si potrebbe trovare nella situazione di dovere rimborsare il debito per l'intero suo importo e di non disporre del-

investimenti di breve durata (acquisto di merci destinate alla vendita o la dilazione di pagamento concessa ai clienti) dovranno trovare copertura in finanziamenti a breve ottenuti da banche o da fornitori. Dall'esistenza di un'adeguata correlazione tra struttura delle fonti e struttura degli impieghi di capitale, sotto il profilo della durata, e, nell'ambito delle fonti, tra i vari tipi di finanziamento a disposizione dell'impresa (cioè, fonti interne e fonti esterne di capitale) dipende la realizzazione di una struttura finanziaria equilibrata.²⁶

Nell'ambito dell'analisi dell'equilibrio finanziario, il calcolo di opportuni indici permette di verificarne l'esistenza. In particolare, questi indici permettono di verificare il *grado di patrimonializzazione* dell'impresa (cioè l'incidenza del capitale proprio sulle fonti di finanziamento), l'*equilibrio delle fonti di finanziamento* e il *grado di solvibilità* dell'impresa (cioè la capacità di far fronte con le proprie disponibilità finanziarie agli impegni di pagamento futuri).

Per quanto riguarda la *patrimonializzazione*, essa è misurata dal rapporto:

$$\frac{\text{Capitale investito}}{\text{Capitale netto}}$$

Se questo indice fosse uguale a 1 significherebbe che tutto il capitale investito sarebbe finanziato da capitale proprio. Un valore di 2 significherebbe che il capitale investito sarebbe finanziato al 50% con capitale proprio e al 50% con capitale di debito. Molto spesso questo indice è pari a 3, a 4 e qualche volta a 5, cioè il capitale investito è 5 volte il capitale proprio evidenziando un eccessivo indebitamento, molto spesso a breve e decisamente oneroso. Un elevato indebitamento potrebbe essere giustificato da una leva finanziaria positiva (ROI > costo indebitamento). Tuttavia, in fasi congiunturali caratterizzate da tassi elevati e variabilità del ROI, è preferibile una maggiore patrimonializzazione attraverso forme tradizionali come aumenti di capitale e reinvestimento di utili, ma anche attraverso strumenti innovativi come i prestiti partecipativi, gli strumenti finanziari partecipativi e il private equity.²⁷

le risorse finanziarie necessarie: alla scadenza del debito, infatti, i capitali investiti nel macchinario non sono stati ancora recuperati attraverso la vendita dei prodotti realizzati con il concorso di quel macchinario. Pertanto, l'azienda trovandosi in difficoltà finanziaria: 1) potrebbe vendere il macchinario per recuperare le risorse necessarie a rimborsare ed estinguere il debito ma in questa ipotesi sorge il rischio di interruzione del ciclo produttivo con le conseguenze relative; 2) potrebbe ricorrere ad un nuovo debito grazie al quale rimborsare quello precedente ma, in questa ipotesi, potrebbe sorgere il rischio connesso all'impossibilità di riuscire a negoziare un nuovo finanziamento per l'intero importo occorrente nonché il rischio di subire un aumento del costo del capitale.

²⁶ Cfr. PASTORE, *Le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa*, pagg. 473-474.

²⁷ È importante sottolineare che la sottocapitalizzazione rappresenta uno degli elementi più penalizzanti nell'attribuzione del rating secondo i criteri di Basilea 2-3. Dall'entità del pa-

L'equilibrio tra fonti di finanziamento e investimenti è misurato dai seguenti indici:

1) *indice di struttura o di copertura delle immobilizzazioni.*

L'indice di struttura è dato dal rapporto:

$$\frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Debiti a medio/lungo termine}}{\text{Immobilizzazioni nette}}$$

L'indice misura la capacità dell'impresa di fronteggiare finanziariamente gli investimenti in immobilizzazioni al netto degli ammortamenti e delle svalutazioni. Il principio alla base di tale indice è che un'azienda ha una ragionevole tranquillità finanziaria se le immobilizzazioni, beni durevolmente legati all'attività aziendale, sono coperte con fonti stabili (patrimonio netto) e/o caratterizzate da scadenze di rimborso protratte nel tempo (debiti a medio-lungo termine) così che i flussi finanziari in uscita di tali debiti possano essere coperti mediante i flussi finanziari in entrata generati indirettamente (cioè attraverso i ricavi di vendita dei prodotti/servizi realizzati) dalle stesse immobilizzazioni. Ne consegue che l'indice di struttura è valutato positivamente se il suo valore è maggiore di 1.

Il valore maggiore di 1 è richiesto in quanto è bene che le fonti di finanziamento a medio-lungo termine coprano non solo le immobilizzazioni ma anche parte del capitale circolante. In particolare, nell'ambito del capitale circolante dovrebbero essere coperti da fonti a medio-lungo termine gli investimenti in scorte, dal momento che il loro smobilizzo può risultare problematico e non realizzarsi nell'arco dell'esercizio.

È da notare, tuttavia, che quando l'azienda ha un livello di scorte molto limitato ed esse sono rappresentate prevalentemente da materie prime (più facilmente liquidabili rispetto a semilavorati e prodotti finiti) è accettabile anche un valore dell'indice pari a 1.²⁸

Il patrimonio netto, infatti, dipende la stabilità dell'azienda: maggiore è il patrimonio investito nell'impresa, maggiore è il grado di stabilità dell'impresa in quanto il maggiore impegno induce comportamenti virtuosi dell'imprenditore e dei soci. Viceversa, in presenza di un eccessivo indebitamento, gli imprenditori / i soci adottano comportamenti opportunistici trasferendo il rischio d'impresa ai finanziatori esterni e tanto maggiore è l'indebitamento tanto peggiore sarà il rating e, quindi, tanto più alto il costo del debito. In presenza di un eccessivo indebitamento, infatti, l'azienda è molto rischiosa per i finanziatori in quanto il patrimonio dell'imprenditore e dei soci coprirebbe solo una parte (ridotta) del rischio di impresa.

Cfr. RICCIARDI, *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*; RICCIARDI, *L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità*.

²⁸ Può essere accettato anche un valore inferiore ad 1 nel caso in cui l'azienda abbia intenzione di dismettere parte del capitale immobilizzato (ad esempio tutte o parte delle partecipazioni). È chiaro che le fonti a m/l scadenza devono, però, coprire le immobilizzazioni che continueranno ad essere stabilmente legate all'azienda.

L'indice di struttura dovrà essere tanto più elevato:

- quanto maggiore, nell'ambito del capitale circolante, è l'incidenza delle scorte e quanto più queste ultime sono rappresentate da prodotti finiti;
- quanto maggiore è l'incidenza delle passività rispetto al capitale proprio.

Quando l'indice di struttura è minore di 1 significa che parte delle immobilizzazioni sono coperte da passività a breve. Questa circostanza comporta gravi rischi finanziari per l'impresa in quanto, in caso di revoca dei finanziamenti a breve da parte delle banche, l'azienda può rischiare il default, cioè l'insolvenza.

2) *indice di liquidità corrente*

L'indice di liquidità corrente è dato dal rapporto:

$$\frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

ed esprime la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni di pagamento a breve con i flussi di cassa generati entro lo stesso periodo dalle attività correnti, comprese le scorte.

L'azienda può ragionevolmente ritenere di essere esente dai rischi connessi a problemi di liquidità se l'attivo corrente supera adeguatamente il passivo corrente. In questo caso potrà far fronte ad eventuali difficoltà di realizzo di parte dei cespiti (in particolare, del magazzino che spesso ha una rotazione più lenta delle altre attività correnti).

In linea generale, l'indice di liquidità corrente è adeguato se è maggiore di 2. In ogni caso, per una valutazione approfondita dell'indice è necessario verificare l'incidenza delle scorte. Al riguardo, se l'incidenza delle scorte sul capitale circolante è limitata sono accettabili anche valori più bassi di 2. In altri termini, tanto minore è l'incidenza delle scorte e, nell'ambito delle scorte, dei prodotti finiti (di più difficile realizzo) tanto più il valore dell'indice si può avvicinare a 1.²⁹

3) *indice di liquidità immediata*.

L'indice di liquidità immediata (acid test) è dato dal rapporto:

$$\frac{\text{Attivo corrente} - \text{Disponibilità}}{\text{Passivo corrente}}$$




L'indice esprime la capacità potenziale dell'impresa di far fronte agli

²⁹ In pratica, nell'indice di liquidità corrente si contrappongono flussi monetari in entrata probabili e flussi monetari in uscita certi. Pertanto, se nel capitale circolante vi è una bassa incidenza del magazzino e, nell'ambito delle Liquidità differite, prevalgono gli investimenti in titoli rispetto ai crediti, allora è accettabile un valore dell'indice inferiore a 2.

impegni finanziari di breve periodo mediante le disponibilità liquide immediate (denaro in cassa e nei c/c bancari e postali) e l'incasso dei crediti a breve e dei titoli, denotando una condizione di equilibrio finanziario di breve termine se il suo valore è superiore a 1.

Tuttavia, quando il numeratore è rappresentato prevalente da liquidità immediate e le liquidità differite sono rappresentate prevalentemente da titoli (soprattutto quotati), si potrà valutare positivamente anche un valore dell'indice pari a 1.³⁰

Fig. 3 – La valutazione degli indici finanziari: schema di riepilogo

			
Indice di patrimonializzazione	Valore compreso tra 1,5 e 2,5	Valore compreso tra 2,5 e 3,5	Valore maggiore di 3,5
Indice di struttura	Valore maggiore di 1	Valore pari a 1	Valore minore di 1
Indice di liquidità corrente	Valore maggiore di 2	Valore pari a 2	Valore minore di 2
Indice di liquidità immediata	Valore maggiore di 1	Valore pari a 1	Valore minore di 1

Nella valutazione complessiva dell'equilibrio finanziario occorre tenere in considerazione anche altre variabili. In particolare, per quanto riguarda il capitale circolante, l'analista deve verificare:

- 1) l'incidenza delle liquidità immediate sul totale del capitale circolante: quanto più è elevata l'incidenza delle poste già liquide (cassa, conti correnti bancari e postali) tanto più l'impresa avrà facilità ad onorare i suoi impegni di rimborso a breve;
- 2) l'incidenza dei crediti e dei titoli sulle liquidità differite: in particolare, sarà considerata più solvibile un'impresa che presenta una maggiore percentuale di titoli immediatamente smobilizzabili (ad esempio titoli di stato) anziché un'azienda con una forte incidenza di crediti (sottoposti al rischio di non riscossione);
- 3) l'incidenza delle scorte sul totale del capitale circolante: rispetto alle altre poste dell'attivo circolante il magazzino ha una rotazione più lenta per cui l'impresa potrebbe non riuscire a utilizzare nell'arco dell'esercizio materie prime e semilavorati e a vendere i prodotti finiti. In particolare, specifica attenzione va posta sui prodotti finiti

³⁰ Nell'indice si contrappongono, dunque, flussi monetari in entrata molto probabili (determinati da crediti e titoli) e flussi monetari in uscita certi (determinati dai debiti in scadenza). Pertanto, il valore dell'indice dovrà essere tanto maggiore di 1 quanto maggiore è l'incidenza dei crediti che, nell'ambito delle Liquidità differite, sono caratterizzate da un maggiore rischio di liquidità rispetto ai titoli.

che, nell'ambito del magazzino, rappresentano i beni meno prontamente smobilizzabili.

Nell'ambito delle immobilizzazioni, si andrà a verificare:

- 1) l'incidenza delle immobilizzazioni finanziarie, più facilmente smobilizzabili, sul totale delle immobilizzazioni;
- 2) nell'ambito delle immobilizzazioni finanziarie, l'incidenza di crediti e titoli: anche in questo caso, come per l'attivo circolante, è preferibile un'azienda con una maggiore incidenza di titoli anziché di crediti;
- 3) nell'ambito delle immobilizzazioni tecniche materiali, l'incidenza di macchinari e attrezzature non convertibili che presentano una maggiore difficoltà di smobilizzo.

In sintesi, per apprezzare le condizioni di equilibrio finanziario di un'azienda, occorre valutare, attraverso l'analisi delle voci di bilancio e il calcolo di opportuni indici: il livello di patrimonializzazione, l'equilibrio fonti di finanziamento / investimenti e il grado di solvibilità dell'impresa.

Appendice – L'analisi dei bilanci della FreeFly S.p.A

Per la verifica dell'equilibrio finanziario dell'impresa, si propone un'esemplificazione idonea a costituire uno schema di riferimento per il calcolo e l'interpretazione di alcuni degli indici di più frequente utilizzo. Si precisa, al riguardo, che l'obiettivo non è presentare una rassegna completa di questi importanti strumenti di analisi ma, piuttosto, individuare la logica alla base della costruzione di un sistema di indici.

L'azienda FreeFly S.p.A., che svolge attività industriale, presenta i seguenti bilanci di tre esercizi.

Stato patrimoniale comparato e riclassificato secondo criteri finanziari della FreeFly S.p.A. (valori espressi in migliaia di Euro)							
Attività (o Investimenti)				Passività e Capitale netto (Fonti di finanziamento)			
ATTIVITÀ CORRENTI	2012	2013	2014	PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO	2012	2013	2014
<i>Liquidità immediate</i>							
Cassa	50	30	2	<i>Debiti a breve scadenza</i>			
Banche c/c attivi	840	160	15	Fornitori	180	190	325
Titoli con scadenza entro l'esercizio	10	10	5	Debiti v/Banche	180	190	500
<i>Totale</i>	900	200	22	Rate Mutuo e Obbligazioni in scadenza	30	70	160
<i>Liquidità differite</i>				Debiti per TFR			
Crediti v/clienti	300	360	550	Debiti tributari	21	25	27
Altri crediti	50	40	60	<i>Totale</i>	431	515	1.057
Crediti diversi		45		<i>Passività consolidate</i>			
<i>Totale</i>	350	400	610	Mutui passivi	1.050	1.000	950
<i>Rimanenze</i>				Prestiti obbligazionari			
Scorte di magazzino	610	700	930	Fondo TFR	200	240	285
Totale Attività correnti	1.860	1.300	1.562	<i>Totale</i>	1.300	1.340	1.350
ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE NETTE				<i>Totale Passività</i>			
				1.731 1.855 2.407			

<i>Immobilizzazioni tecniche</i>						
– Materiali				CAPITALE NETTO		
– Fabbricati	1.100	1.400	1.600	Capitale sociale	1.800	1.800
– Impianti	700	900	900	Riserva legale	290	295
– Attrezzature	270	450	550	Riserva statutaria	119	140
– Automezzi	30	50	50	Utile d'esercizio	100	110
– Immateriali				<i>Totale capitale netto</i>		
– Brevetti	80	100	120			
<i>Totale</i>						
	<i>2.180</i>	<i>2.900</i>	<i>3.220</i>			
TOTALE ATTIVITÀ	4.040	4.200	4.782	TOT. PASSIVITÀ E C.N.	4.040	4.200
					4.782	

Conto economico riclassificato della FreeFly S.p.A. (valori espressi in migliaia di Euro)			
<i>Descrizione</i>	2012	2013	2014
Gestione caratteristica			
Ricavi di vendita	3.500	3.800	4.500
Costi operativi	(3.200)	(3.430)	(3.950)
Risultato dopo la Gestione caratteristica (RO)	300	370	550
Gestione finanziaria			
Interessi passivi su Mutui e Prestiti obbligazionari (I)	(100)	(150)	(240)
Risultato economico al lordo delle imposte	200	220	310
Imposte e Tasse gravanti sull'esercizio	(100)	(110)	(150)
Risultato economico netto d'esercizio (RN)	100	110	160

La riclassificazione degli Stati patrimoniali e la rielaborazione dei Conti economici degli esercizi considerati consente di esaminare i dati calcolando i principali indici.

A) Grado di patrimonializzazione ed equilibrio delle fonti di finanziamento

La riclassificazione operata consente innanzitutto di rilevare la composizione degli impieghi e delle fonti (capitale investito), mettendo in rapporto tra loro i valori tipici della situazione patrimoniale:

	2012		2013		2014	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Investimenti						
Liquidità immediate (Li)	900	22,3%	200	4,8%	22	0,5%
Liquidità differite (Ld)	350	8,7%	400	9,5%	610	13,0%
Rimanenze (R)	610	15%	700	16,7%	930	19,5%
<i>Attività correnti (Ac)</i>	<i>1.860</i>	<i>46%</i>	<i>1.300</i>	<i>31%</i>	<i>1.562</i>	<i>33%</i>
<i>Attività immobilizzate (Ai)</i>	<i>2.180</i>	<i>54%</i>	<i>2.900</i>	<i>69%</i>	<i>3.220</i>	<i>67%</i>
<i>Totale Capitale investito (CI)</i>	<i>4.040</i>	<i>100%</i>	<i>4.200</i>	<i>100%</i>	<i>4.782</i>	<i>100%</i>

	2012		2013		2014	
	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Fonti di finanziamento						
Passività correnti (Pcor)	431	11%	515	12%	1.057	22%
Passività consolidate (Pcons)	1.300	32%	1.340	32%	1.350	28%
<i>Capitale di terzi (CT)</i>	<i>1.731</i>	<i>43%</i>	<i>1.855</i>	<i>44%</i>	<i>2.407</i>	<i>50%</i>
<i>Capitale netto (CN)</i>	<i>2.309</i>	<i>57%</i>	<i>2.345</i>	<i>56%</i>	<i>2.375</i>	<i>50%</i>
<i>Totale finanziamenti (TF)</i>	<i>4.040</i>	<i>100%</i>	<i>4.200</i>	<i>100%</i>	<i>4.782</i>	<i>100%</i>

Dall'esame di questi rapporti emerge una *struttura finanziaria* fondamentalmente sana ed equilibrata.

Indice di indebitamento (leverage)

Formula	2012	2013	2014
CI / CN	1,749	1,791	2,013

Il valore dell'indice evidenzia una buona relazione fra il capitale proprio ed il capitale di terzi, anche se nell'ultimo anno è aumentato l'indebitamento, determinando un peggioramento dell'indice. Ciò è attribuibile anche all'aumento delle Attività immobilizzate sul totale degli investimenti (dal 54% del 2012 al 67% del 2014), collegato all'acquisto di beni materiali ed immateriali finalizzati al potenziamento della capacità produttiva dell'azienda.

Indice di struttura o di copertura dell'Attivo immobilizzato

Formula	2012	2013	2014
(CN + Pcons) / Ai	1,655	1,270	1,156

L'andamento dell'indice, pur in diminuzione, si mantiene su livelli superiori all'unità. Ciò denota che l'azienda è in grado di finanziare le immobilizzazioni interamente con il capitale permanente (capitale proprio e fonti di finanziamento consolidate), il quale contribuisce, altresì a finanziare una parte delle Attività correnti.

Pertanto, in base alla struttura delle fonti di finanziamento e degli investimenti effettuati, l'azienda attua una corretta politica di finanziamento che le consente di soddisfare costantemente i fabbisogni finanziari della gestione nei tempi e secondo le modalità preventivate ossia di mantenere nel medio-lungo periodo un costante equilibrio tra le uscite monetarie, causate dal rimborso dei debiti, e le entrate monetarie, derivanti dal recupero monetario degli impieghi (solidità finanziaria).

B) Equilibrio finanziario a breve

Gli indici che sono stati calcolati precedentemente consentono di esprimere un giudizio sulla struttura patrimoniale e finanziaria dell'azienda e, quindi, sulla sua solidità, altri indici forniscono informazioni utili per l'analisi della situazione di liquidità ovvero della solvibilità dell'azienda nel breve periodo (equilibrio finanziario a breve termine).

Indice di disponibilità (o current ratio)

Formula	2012	2013	2014
Ac / Pcor	4,315	2,524	1,477

L'indice di disponibilità mostra un andamento decrescente: si attesta sui livelli molto elevati nei primi due esercizi (superiori al valore di riferimento dell'indice, pari a 2) ma nell'ultimo anno, pur essendo superiore all'unità, segnala una situazione di tensione finanziaria, dovuta alla diversa composizione delle Attività correnti (numeratore del rapporto). Infatti, è possibile osservare che negli esercizi considerati: è cresciuto il livello delle scorte di magazzino (19,5%, contro il 15% ed il 16,7% degli anni precedenti) e dei crediti alla clientela, (passati dall'8,7% al 13%) mentre contestualmente si sono pressoché azzerate le liquidità immediate (passate dal 22% all'0,5%). Tale situazione non assicura un regolare andamento dei flussi di cassa e, piuttosto, segnala la difficoltà dell'azienda nel far fronte, nei modi ordinari (utilizzando le somme disponibili in cassa e nei conti correnti bancari e attraverso la riscossione dei crediti), agli impegni di uscita che la gestione richiede, nei tempi previsti con le attività liquide o prontamente liquidabili a sua disposizione alle rispettive scadenze. Soprattutto tenuto conto del rischio connesso alla possibile mancata riscossione, totale o parziale, dei crediti e delle perdite derivanti da un eventuale smobilizzo del magazzino.

Il peggioramento e le difficoltà sul piano della solvibilità a breve sono rese ancora più evidenti dall'indice di liquidità immediata: l'indebitamento a breve eccede in modo rilevante le risorse che dovrebbero soddisfarlo.

Indice di liquidità immediata (o acid test ratio)

Formula	2012	2013	2014
$(Li + Ld) / Pcor$	2,9	1,165	0,597

L'indice di liquidità immediata, nell'ultimo anno, assume valori notevolmente al di sotto di quello di riferimento, pari a 1: per ogni euro di debiti a breve scadenza vi sono solo 0,597 euro di mezzi liquidi e crediti a breve per farvi fronte. Ciò denota una situazione di grave difficoltà finanziaria per l'insufficienza di risorse monetarie liquide o comunque liquidabili in tempi brevissimi necessarie al rimborso dei debiti. L'azienda dovrebbe pertanto agire nella direzione di una più adeguata coordinazione delle scadenze medie dei crediti e dei debiti.

C) Analisi delle scelte di finanziamento: valutazione della leva finanziaria

Al di là dei risultati economici sintetici, espressi in valore assoluto, conseguiti dall'azienda FreeFly (l'azienda consegue un risultato economico positivo e in crescita in ciascuno degli esercizi considerati), l'analisi della situazione economica mira ad indagare l'attitudine dell'azienda a generare durevolmente flussi di redditi idonei a remunerare adeguatamente i capitali in essa investiti sia propri che di terzi.

Tali informazioni possono essere desunte costruendo indici di redditività in grado di evidenziare la correlazione fra aspetto finanziario ed aspetto economico della gestione. Con riferimento alla FreeFly, calcoliamo gli indici di redditività più significativi:

Indice di redditività del capitale proprio (ROE)

Formula	2012	2013	2014
RN / CN	4,52%	4,92%	7,22%

Indice di redditività del capitale investito (ROI)

Formula	2012	2013	2014
RO / CI	7,42%	8,80%	11,50%

Indice di onerosità del capitale di credito (ROD)

Formula	2012	2013	2014
I / CT	5,77%	8,08%	9,77%

La redditività del capitale proprio è da ritenersi abbastanza soddisfacente, in quanto si colloca al di sopra dei rendimenti generalmente offerti da investimenti alternativi a basso rischio quali, ad esempio, i titoli di Stato ma l'aspetto più positivo è dato dal fatto che nel triennio considerato il valore dell'indice tende a crescere in misura significativa. Tale aumento si spiega con:

- l'andamento crescente del ROI, che, da un lato, segnala un miglioramento nel rendimento lordo del capitale investito, cioè una maggiore efficienza con cui si svolgono i processi della gestione economica caratteristica e, dall'altro lato, si attesta al di sopra del costo medio dell'indebitamento generando un effetto leva positivo;
- l'effetto moltiplicatore del leverage sulla redditività aziendale, in sensibile crescita nell'esercizio 2014, tenuto conto dell'andamento della redditività operativa e del tasso di onerosità dei finanziamenti. In questo caso, l'aumentato indebitamento costituisce un

fattore positivo, che tuttavia deve essere attentamente ponderato in relazione al rischio finanziario che l'azienda si troverebbe a fronteggiare, nell'ipotesi in cui gli interessi passivi non potessero essere assorbiti da possibili improvvise contrazioni del reddito operativo ovvero gli operatori esterni all'impresa e, in particolare, le banche finanziatrici percepissero un maggior rischio d'insolvenza dell'azienda, connesso ad una maggiore esposizione debitoria (con corrispondente scempenso nella struttura economica dell'impresa per l'aumento degli oneri finanziari) attribuendole una minore capacità di credito e, conseguentemente, applicando un aumento del costo del capitale (per interessi passivi) che, a sua volta, eroderebbe la redditività.

L'analisi di bilancio per indici della FreeFly sin qui condotta, volutamente limitata agli indici principali, suggerisce un giudizio sostanzialmente favorevole, pur in presenza di alcune zone d'ombra. La situazione emergente dall'analisi dei bilanci d'esercizio può essere sintetizzata in pochi punti:

- la struttura patrimoniale-finanziaria è sempre meno elastica nel corso degli anni (le attività immobilizzate prevalgono rispetto alle attività correnti, allungando il periodo di tempo entro il quale è possibile recuperare in forma liquida i propri investimenti) ma sufficientemente equilibrata quanto al ricorso alle fonti di finanziamento;
- nel breve periodo, l'equilibrio finanziario dell'azienda appare precario: la FreeFly presenta una situazione di liquidità difficile e tale da creare problemi, a meno che non si provveda, ad esempio, ad alleggerire la posizione debitoria a breve scadenza incrementando le fonti permanenti o operando iniezioni di risorse monetarie liquide;
- la redditività realizzata appare abbastanza soddisfacente e caratterizzata dalla continua crescita del ROE. Questo aumento è dovuto anche all'effetto moltiplicatore del leverage.

Per verificare l'apprendimento...

1. Cosa si intende per fabbisogno finanziario di impresa e come si calcola?
 2. Nell'ambito delle fonti di finanziamento, quali sono le principali differenze tra capitale di terzi e capitale proprio?
 3. Perché il capitale proprio si definisce anche capitale di pieno rischio?
 4. Indicare le caratteristiche del capitale di terzi e spiegare perché esso è definito capitale a rischio limitato.
 5. Si dia la definizione di autofinanziamento da utili netti e di autofinanziamento da utili lordi.
 6. Quando la struttura finanziaria di un'azienda può essere considerata equilibrata?
 7. Che problemi comporta un indice di struttura inferiore a 1?
 8. Quali indici misurano la posizione di equilibrio finanziario di breve periodo dell'azienda e che valori dovrebbero assumere?
 9. Cosa indica un indice di liquidità corrente inferiore a 1?
 10. Si descriva l'effetto leva finanziaria.
-

Bibliografia

- AMODEO D. (1967), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, Utet, Torino.
BIANCHI T. (1977), *La finanza aziendale*, in ARDEMANI E. (a cura di), *Manuale di amministrazione aziendale*, Isedi, Milano.

- BRUNETTI G. (1983), *Il sistema dei quozienti di bilancio: alcuni caratteri funzionali e strutturali*, in CODA V., BRUNETTI G., BERGAMIN BARBATO M., *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano.
- CARAMIELLO C. (1987), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Ipsoa, Milano.
- CARAMIELLO C. (1993), *Contabilità generale. Principi e metodi*, Ipsoa, Milano.
- CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHI R. (2000), *Economia aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino.
- CODA V. (1975), "L'analisi economico-finanziaria di un dissesto", *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 5.
- GIANNESI E. (1982), *L'equazione del fabbisogno finanziario nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè, Milano.
- MONTRONE A. (2005), *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- ONIDA P. (1994), *Elementi di ragioneria con particolare riferimento all'impresa*, Giuffrè, Milano.
- PASTORE P. (2006), *Le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa. Fabbisogno di finanziamento e forme di copertura*, in FABBRINI G., MONTRONE A. (a cura di), *Economia aziendale. I Fondamenti della disciplina.*, FrancoAngeli, Milano.
- RICCIARDI A. (2005), *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, in MUSAIO A. (a cura di), *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, FrancoAngeli, Milano.
- RICCIARDI A. (2009), "La gestione finanziaria delle Pmi: criticità e possibili soluzioni", *Amministrazione & Finanza*, n. 1.
- RICCIARDI A. (2009), "Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese", *Amministrazione & Finanza*, n. 2.
- RICCIARDI A. (2009), "L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità", *Amministrazione & Finanza*, n. 4.
- SELLERI L. (1988), "Il leverage finanziario nelle analisi di bilancio e nella valutazione dell'impresa", *Contabilità & Bilancio*, n. 38.

GLI AUTORI

GIUSEPPE FABBRINI, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

ALESSANDRO MONTRONE, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Perugia.

ANTONIO RICCIARDI, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

FRANCO E. RUBINO, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

CONCETTA CARNEVALE, Professore Associato di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

GIOVANNI BRONZETTI, Professore Associato di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

ANTONELLA SILVESTRI, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

ELENA CRISTIANO, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

GRAZIELLA SICOLI, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

MAURIZIO RIJA, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

OLGA FERRARO, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

PAOLO TENUTA, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

PATRIZIA PASTORE, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

PINA PUNTILLO, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

ROMILDA MAZZOTTA, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

SILVIA TOMMASO, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

STEFANIA VELTRI, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

VITTORIO PALERMO, Ricercatore di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria.

